全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ 958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

HZ BOOKS
华章经管

20世纪70年代至今世界投资界最畅销的经典之作
美国大学MBA投资学课程指定参考书

漫步华尔街

A Random Walk Down Wall Street

The Time-Tested Strategy for Successful Investing

(Completely Revised and Updated)

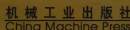
原书第10版

华章经典·金融投资

BURTON G. MALKIEL

〔美〕伯顿 G. 马尔基尔 著

张伟 译



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

漫步华尔街

A Random Walk Down Wall Street

The Time-Tested Strategy for Successful Investing

(Completely Revised and Updated)

华章经典·金融投资

BURTON G. MALKIEL

〔美〕伯顿 G. 马尔基尔 著
张伟 译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Burton G. Malkiel. A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing.

Copyright © 2011 by W. W. Norton & Company, Inc.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2012 by China Machine Press.

Simplified Chinese translation rights arranged with W. W. Norton & Company, Inc through Bardon-Chinese Media Agency.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 W. W. Norton & Company, Inc 通过 Bardon-Chinese Media Agency 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2011-3365

图书在版编目（CIP）数据

漫步华尔街（原书第10版）/（美）马尔基尔（Malkiel，B. G.）著；张伟译．—北京：机械工业出版社，2012.4

（华章经典·金融投资）

书名原文：A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing

ISBN 978-7-111-37812-9

Ⅰ. 漫…　Ⅱ. ①马…　②张…　Ⅲ. 股票投资－经验－美国　Ⅳ. F837.125

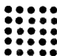
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第053165号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）
责任编辑：王金强　　　版式设计：刘永青

北京京北印刷有限公司印刷
2012年4月第1版第1次印刷
170mm×242mm · 22印张
标准书号：ISBN 978-7-111-37812-9
定价：56.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：(010) 68995261；88361066
购书热线：(010) 68326294；88379649；68995259
投稿热线：(010) 88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



译者序
Foreword

本书涉及股票投资的理论与实践，将两者水乳交融地结合在一起，既有学术性，又不失通俗，分析深入浅出，观点令人信服。全书探讨了与股票投资相关的所有重要方面的内容。

很多人知道《漫步华尔街》是一部投资经典，同时又是一部不断更新的畅销书。《福布斯》杂志评论说：“50年来，有关投资的真正佳作不超过五六本，《漫步华尔街》应可跻身于这数部经典之列。”美国各大商学院均将此书指定为MBA的必读书。作者自1973年出版本书以来，每隔数年便重新修订书中的内容，更新事实和数据，探讨金融实务界和理论界出现的新主张、新热点、新趋势，检验书中提出的各种投资建议和投资策略，使每一新版尽量做到最为完善。

本书作者伯顿·马尔基尔，既是杰出的专业投资管理者，又是造诣精深的学者。他在哈佛大学读完本科和MBA之后，在著名券商美邦证券的投资银行部工作，开启了自己的华尔街之旅。作者后来在普林斯顿大学获得博士学位，并留校任教，历任普林斯顿大学金融研究中心主任、经济系主任，其间也曾兼任美国总统经济顾问委员会成员，继而在耶鲁大学做了8年的商学院院长。现在，他的学术身份是普林斯顿大学金融学和经济学教授。作者并未囿于学术的象牙塔，而是多年来亲临波谲云诡的华尔街，一直在多家投资公司担任要职，曾任资产达8 000亿美元的保德信金融集团投资委员会主席，并一直在资产过万亿美元的先锋投资集团担任董事。

对本书的内容和作者做了简要介绍之后，译者主要谈谈本书的翻译问题。承蒙机械工业出版社华章公司的信任，4年前译者有幸翻译了

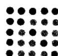
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的第9版。此番又蒙信任，受托翻译本书的最新版——第10版。记得翻译第9版时，译者临渊履薄，小心对待每一句译文，务求忠实传达原文内容。中文版面世后，多次印刷，畅销不绝，后来华章公司又出了珍藏版。在本书第10版的翻译中，译者一如既往地用心耕耘。有很多内容的英文原文与第9版相同，译者的译文也做了不少变动：将长句变短；尽量减少欧化句法，比如绝不容许“A的B的C的D”这种说法出现；更正了以前极难发现的偶见误译（译者这次发现时，不禁脸上一热，心中一沉）。相信读者能从第10版中获得更好的阅读体验。再次感谢机械工业出版社华章公司的信任，同时感谢第9版的责任编辑程琨女士，第10版的责任编辑王金强先生。感谢曾阅读过第9版中文译稿，并提出宝贵意见的挚友周庆伟先生，在此补致谢意。

张伟

2012年1月8日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前　言

Preface

自从撰写《漫步华尔街》第1版，到现在已经过去了40年。初版的主要观点很简单：倘若投资者买入并持有指数基金，而不是勉为其难地买卖个股或主动管理型基金，那么他们的财务境遇就会好得多。那时我就大胆提出，买入并持有某个股市大型平均指数的所有成分股，投资业绩很可能会超过专业人士管理的基金，因为那些基金向投资者收取高昂的费用、在交易操作中支付大量的交易成本，从而使投资者的回报大打折扣。

40年后的今天，我更加坚信先前的观点，之所以如此，是因为有一个多于六位数的投资回报支持我的观点。不过在此，先举个非常简单的例子，说明一下我为何更加坚信初版的观点。假设在1969年年初，某位投资者将1万美元投在一只标准普尔500股票指数基金上，并且此后将所有的股利再投资于这只指数基金，那么到2010年，这一投资组合的价值就会达到46.3万美元。与此同时，另一位投资者用1万美元购买投资业绩中等的主动管理型基金份额，那么这笔投资只会增值到25.8万美元。两位投资者的回报差别极大。截至2010年5月30日，购买指数基金的投资者要多赚20.5万美元，这笔差额比购买主动管理型基金份额的投资者的资产总值高出近80%。

那么，为何还要出版本书的第10版呢？如果说基本观点未变，又有什么变了呢？回答是：随着时间的推移，在大众可以使用的金融工具方面一直不断发生着巨大的变化。一本旨在为个人投资者提供全面指导的投资理财书，需要与时俱进，及时更新，涵盖人们可以利用的所有投资产品。再者，本书以每一位对投资感兴趣的人都能理解的普

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通文本，对学术界和市场专业人士提供的大量新资讯进行了评判性分析，可以使投资者获益良多。关于股市的观点和主张一直以来众说纷纭，让人无所适从，拥有一本澄清是非、揭示真相的书可谓不二选择。

40年来，我们已习惯于接受物质环境中迅速发生的技术变化。电子邮件、互联网、iPhone手机、iPad平板电脑、电子书籍阅读器、视频会议、社交网站等创新不胜枚举，医学上也取得了从器官移植和激光手术到非外科治疗肾结石、动脉栓塞的一系列新进展。这些技术变化对我们的生活方式产生了重大影响。在过去40年间，金融领域的创新同样也发展迅速。1973年，本书出版问世，那时我们还没有货币市场基金、NOW账户、自动取款机、指数共同基金、交易型开放式指数基金、免税基金、新兴市场基金、生命周期基金、浮动利率债券、波动性互换、防通胀国债、权益型房地产投资信托、资产支持证券、罗斯个人退休金账户、529大学教育储蓄计划、零息债券、金融和商品期货与期权，以及如“投资组合保险”和“闪电指令”这样的新型交易技术。这些例子只是金融环境里出现的众多创新中的极小部分。本书新增了许多内容，解释这些金融创新，并告诉你作为一名投资者应如何能从中获益。

本书还阐述了学术界在研究投资理论和投资实践方面获得的新进展，内容清晰且易于理解。书中第10章描述了行为金融学这一令人兴奋的新领域，强调了投资者应从行为金融学家的真知灼见中汲取哪些重要教训。另外，还新添一节的篇幅，为已退休或即将退休的投资者提供切合实际的投资策略。多年来，本书一版再版，新的内容不断添加进来，即便在大学时代或读商学院时读过本书以前版本的读者，也会发现最新版本值得一读。

最新版严格地检视了以前各版一直持有的有关股市“随机漫步”的基本观点：股票的定价非常有效，连被蒙住眼睛的大猩猩朝《华尔街日报》股票行情版投掷飞镖，完全随机地选出投资组合，也能获得和专家管理的投资组合一样的业绩。经过了40年，这一观点一直颠扑不破。2/3以上的专业投资组合经理，表现都比不上无人管理的标准普尔500指数。然而，仍有学者和专业人士怀疑这一观点的可靠性。1987年10月的股市崩盘，后来的互联网泡沫，以及2008～2009年的金融危机，都使人们在有些人大为推崇的市场有效性方面，又提出了质疑。最新版解释了新近出现的有关有效市场假说的争议，并再次认真考察了可以“战胜市场”的主张。我在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章得出结论，认为给有效市场假说出具死亡报告是太言过其实了。不过，对于据信能够提高个人投资者胜算的众多选股技巧，我还是要重新审视一番。

对于个人投资者，最新版依然是一本可读性很强的投资指南。长期以来，我一直为个人和家庭提供理财策略咨询，在此过程中，感到有一点日渐清晰：一个人承受风险的能力，在很大程度上取决于其年龄以及挣得非投资性收入的能力。同时，还有一点也符合事实，即多数投资产品中所蕴涵的风险，会随着投资产品持有期的延长而逐渐降低。由于存在这两个原因，最优投资策略必然与投资者的年龄有关。因此，题为“生命周期投资指南”的第14章，对处在各个年龄段的投资者来说，应该会大有帮助。仅此一章的价值，便抵得上与个人理财顾问进行一次收费高昂的会谈所花费的代价。

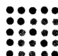
我对以前数版中曾致谢过的人继续表示我的感激之情。另外，在此向为第10版做出特别贡献的众多人士致以诚挚的谢意。特别要感谢伯格尔研究所的 Kevin Laughlin，感谢我在普林斯顿大学的同事 Harrison Hong，感谢我的几位研究助理 David Hou、Derek Jun 和 Saumitra Sahi。对先锋集团的 John Devereaux 、Christopher Philips 和 Cheryl Roberts 表示感谢，他们在数据方面提供了重要帮助。

Ellen DiPippo 对本版做出了非同寻常的贡献。不知道她如何辨读了我潦草难认的笔迹，将草稿整理成了可读文本。她还协助我做研究，书中多数图表都是由她制作而成的。我与 W. W. 诺顿出版公司一直保持着极好的合作关系，感谢 Drake McFeely 和 Jeff Shreve，他们为第10版的出版提供了不可或缺的协助。Patricia Taylor 继续参与本书的出版计划，在编辑方面为第10版做出了极有价值的贡献。

我的妻子南希·韦斯·马尔基尔（Nancy Weiss Malkiel）对最近6版的成功完稿贡献最大。除了给予我最富爱意的鼓励和支持外，她还仔细阅读了书稿的众多草稿，在文字的清晰和准确表达方面，提出了不可胜数的建议。她现在还能找出从我和众多校对员、编辑眼下溜走的误差。最为重要的是她给我的生活带来了难以置信的快乐。她最应得到本书的题献。

伯顿 G. 马尔基尔
2010年9月于普林斯顿大学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



致　谢

Acknowledgments

我对给本书以前数版提供过帮助的金融从业人员、金融机构和学术同僚深怀感激之情。在此，我感谢曾提出过极有价值建议和批评的众多人士。

很多研究助手长时间辛苦工作，为本书整理资料，其中有特别贡献的包括：John Americus、Shane Antos、Costin Bontas、Jonathan Curran、Barry Feldman、Ethan Hugo、Amie Ko、Paul Messaris、Matthew Moore、Ker Moua、Ellen Renaldi、Barry Schwartz、Greg Smolarek、Ray Soldavin、Elizabeth Woods、Yexiao Xu、Basak Yeltikan。Helen Talar、Phyllis Fafalios、Lugene Whitley、Melissa Orlowski 和 Diana Prout 不仅忠实、准确地将几份草稿输入计算机，还提供了极有价值的研究协助。Elvira Giaimo 在计算机编程方面提供了极大的帮助。本书的很多支持性研究都是在普林斯顿大学 Bendheim 金融中心进行的。我也非常感激 Arthur Lipper 公司，允许我在书中使用其共同基金排名。

职业作家、编辑 Patricia Taylor 做出了至关重要的贡献，她通读了本书的所有草稿，并对付印前底稿的风格、组织和内容做出了数不胜数的贡献。书中的文字清晰而准确，这在很大程度上应归功于她。

我与 W. W. 诺顿出版公司的关系一直极为融洽，尤其感谢该公司的 Brendan Curry、Donald Lamm、Robert Kehoe、Ed Parsons 和 Deborah Makay，也感谢我的编辑 Starling Lawrence，他提供了极有价值的帮助。

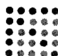
Judith Malkiel 做出了不可估量的贡献。她不辞辛苦地编辑了每一页底稿，在编辑本书的每一个阶段都提供了极大帮助。在此无论对她怎么表示感谢都不足以表达心底的谢意。

HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，我想对为本书以前数版做出重要贡献的以下人士表示深深的谢意：Peter Asch、Leo Bailey、Howard Baker、Jeffrey Balash、David Banyard、William Baumol、Clair Bein、G. Gordon Biggar Jr.、John Bogle、Lynne Brady、John Brennan、Markus Brunnermeier、Clair Cabelus、Lester Chandler、Andrew Clarke、Abby Joseph Cohen、Douglas Daniels、Pia Ellen、Andrew Engel、Steve Feinstein、Barry Feldman、Roger Ford、Stephen Goldfeld、William Grant、Leila Heckman、William Helman、Roger Ibbotson、Deborah Jenkins、Babala Johnson、George S. Johnston、Kay Kerr、Walter Lenhard、James Litvack、Ian MacKinnon、Barbara Mains、Jonathan Malkiel、Sol Malkiel、Whitney Malkiel、Edward Mathias、Jianping Mei、Malissa McGinnis、Will McIntosh、Kelley Mingone、William Minicozzi、Keith Mullins、Gabrielle Napolitano、James Norris、Gail Paster、Emily Paster、H. Bradlee Perry、George Putnam、Donald Peters、Michelle Peterson、Richard Quandt、James Riepe、Michael Rothschild、Joan Ryan、Robert Salomon Jr.、George Sauter、Crystal Shannon、George Smith、Willy Spat、Shang Song、James Stetler、James Stoeffel、H. Barton Thomas、Mark Thompson、Jim Troyer、David Twardock、Linda Wheeler、Frank Wisneski、Robert Zenowich。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目　录
Contents

译者序

前　言

致　谢

第一部分 股票及其价值 /1

第 1 章　坚实基础与空中楼阁 /3
- 1.1　何为随机漫步 /4
- 1.2　如今投资已成为一种生活方式 /5
- 1.3　投资理论 /7
- 1.4　坚实基础理论 /8
- 1.5　空中楼阁理论 /9
- 1.6　我将如何带你随机漫步 /11

第 2 章　大众疯狂 /12
- 2.1　郁金香球茎热 /13
- 2.2　南海泡沫 /15
- 2.3　华尔街溃败 /20
- 2.4　小结 /26

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章　20 世纪 60 ~ 90 年代的投机泡沫 /27
3.1　机构心智健全 /27
3.2　60 年代狂飙突进 /28
3.3　70 年代“漂亮 50” /38
3.4　80 年代喧嚣扰攘 /39
3.5　历史的教训 /44

第 4 章　21 世纪初的超级泡沫 /48
4.1　互联网泡沫 /48
4.2　21 世纪初美国房地产泡沫及其破裂 /63
4.3　泡沫与经济活动 /68

第二部分
专业人士如何参与城里这种最大的游戏 /71

第 5 章　技术分析与基本面分析 /73
5.1　技术分析与基本面分析的本质区别 /74
5.2　图表能告诉我们什么 /75
5.3　图表法的基本依据 /79
5.4　为何图表法可能并不管用 /80
5.5　从图表师到技术分析师 /81
5.6　基本面分析技法 /82
5.7　三条重要警示 /88
5.8　为何基本面分析可能不管用 /91
5.9　综合使用基本面分析和技术分析 /92

第 6 章　技术分析与随机漫步理论 /96
6.1　鞋上有破洞，预测朦胧难解 /96

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.2 股市存在趋势吗 /98
6.3 究竟何为随机漫步 /99
6.4 一些更为精细复杂的技术分析方法 /102
6.5 其他几个帮你赔钱的技术理论 /106
6.6 为何技术分析师仍能安居乐业 /112
6.7 评价技术分析师的反击 /113
6.8 对投资者的启示 /115

第7章 基本面分析究竟有多出色 /117
7.1 来自华尔街和学术界的观点 /118
7.2 证券分析师果真是天眼通吗 /118
7.3 水晶球为何浑浊不清 /121
7.4 证券分析师选出好股票了吗——考察共同基金的投资业绩 /128
7.5 基本面交易策略能选出好股票吗 /133
7.6 对选择市场时机的裁定 /134
7.7 有效市场假说的半强式有效和强式有效形式 /135
7.8 中间道路：我的个人观点 /137

第三部分
新投资技术 /141

第8章 新款漫步鞋：现代投资组合理论 /143
8.1 风险扮演的角色 /144
8.2 风险的定义：收益率的离散度 /144
8.3 风险纪实：一项针对长期跨度的研究 /147
8.4 降低风险：现代投资组合理论 /149
8.5 投资实践中的多样化 /152

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章　不冒风险　焉得财富 /159

9.1　β与系统风险 /160

9.2　资本资产定价模型 /162

9.3　让我们看一下记录 /166

9.4　对证据的评价 /168

9.5　数量分析家寻求更优风险测量方法：套利定价理论 /170

9.6　法马—弗伦奇三因素模型 /171

9.7　小结 /172

第 10 章　行为金融学 /174

10.1　个人投资者的非理性行为 /176

10.2　行为金融学与储蓄 /188

10.3　套利限制 /189

10.4　行为金融学给投资者的教训 /192

10.5　行为金融学教给我们战胜市场的方法了吗 /199

第 11 章　对有效市场假说的漫射及漫射为何偏离目标 /200

11.1　我们说“市场是有效的”时，究竟指什么 /202

11.2　完全偏离目标的漫射 /203

11.3　接近但仍然偏离目标的漫射 /206

11.4　为何险些命中目标的漫射仍未射中 /218

11.5　最后的赢家是…… /220

11.6　小结 /224

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分
随机漫步者及其他投资者实务指南 /229

第 12 章 随机漫步者健身手册 /231
12.1 练习 1：收集漫步必需品 /232
12.2 练习 2：不要在急需用钱时发现囊中空空：用现金储备和保险来保护自己 /234
12.3 练习 3：保持竞争力：让现金储备收益率跟上通胀步伐 /237
12.4 练习 4：学会避税 /239
12.5 练习 5：确保漫步鞋合脚：认清自己的投资目标 /244
12.6 练习 6：从自己家里开始漫步：租房会引起投资肌肉松弛 /250
12.7 练习 7：考察在债券领域的漫步 /251
12.8 练习 8：临深履薄般穿过黄金、收藏品及其他投资品的原野 /256
12.9 练习 9：记住，佣金成本并不是随机漫步的，有些更为低廉 /258
12.10 练习 10：避开塌陷区和绊脚石：让你的投资步伐多样化 /259
12.11 最后：体格检查 /260

第 13 章 金融竞赛的障碍：理解、预测股票和债券的收益 /261
13.1 什么因素决定了股票和债券的收益 /261
13.2 金融市场收益率的四个时代 /265
13.3 舒适安逸的时代 /266
13.4 焦虑不安的时代 /267
13.5 精神焕发的时代 /271
13.6 感到幻灭的时代 /273
13.7 未来收益的障碍 /273

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章 生命周期投资指南 /277

14.1 资产配置五项原则 /278
14.2 根据生命周期制订投资计划的三条一般准则 /288
14.3 生命周期投资指南 /291
14.4 生命周期基金 /294
14.5 退休之后的投资管理 /295
14.6 如何投资退休储蓄金 /296
14.7 继续持有退休前的投资组合，如何过好退休生活 /299

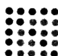
第 15 章 三种步伐漫步华尔街 /302

15.1 省心省力漫步法：投资指数基金 /303
15.2 亲历亲为漫步法：可资使用的选股规则 /313
15.3 使用替身漫步法：雇请华尔街专业漫步者 /317
15.4 晨星公司提供的共同基金信息服务 /318
15.5 马尔基尔漫步法 /320
15.6 悖论 /323
15.7 对我们这次漫步做一些总结陈词 /324
15.8 最后一言 /325

附录 A

随机漫步者通讯录及共同基金参考指南 /327

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一部分
Part 1

股票及其价值

WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members... Exchange Also ... Shrink.

HUA ZHANG CLASSIC Finance&Investing

Agitation in political and oth... ...les against short selling in th... ...urities markets has directed th... ...ntion of brokers to effects whic... ...slation against that practic... ...'d have on th...

that this practice "sn... ...never affects

short selling wo... the activities according to brok... ers prefer a mar... can buy or sell at

Blow to Tradi...

Barring of short ... crease the problem ... change firms, whose ... been reduced during ... years by the decrease ... tivity and the decli... prices. Since their comm... with the prices of sec... decline of more than 70 ... the average of stock ... resulted in a large rec... these revenues. In Septem... more than ...

Government Regulation Woul... Breakdown in Efficiency, He...

TRADING PROVIDES CH...

Shorts "Smooth the Wave... Affect the Tides," H...

SPECIAL TO THE NEW Y...

WASHINGTON, Feb... selling is essential t... tenance of stock exc... stock exchanges are ... provide a market ... Richard Whitney, pr... New York Stock Exc... House judiciary sub... day. ... had been

SHORT SELLING ... A SUBJECT FOR D...

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章
Chapter 1

坚实基础与空中楼阁

何为愤世嫉俗者？就是这样一个人：知道所有东西的价格，却不知道任何东西的价值。

——奥斯卡·王尔德（Oscar Wilde）

《温德米尔夫人的扇子》（*Lady Windermere's Fan*）

在本书中，我将带你漫步华尔街，领你游览纷繁复杂的金融世界，向你提供切实可行的关于投资机会和投资策略的建议。很多人认为，如今面对华尔街的专业人士，个人投资者几乎没有什么战而胜之的机会。持有这种观点的人特别指出，专业人士的投资策略中会使用复杂的衍生工具和高频交易，还说经常会看到媒体报道会计欺诈、巨型收购以及财力雄厚的对冲基金如何兴风作浪之类的新闻。在这些人看来，这种错综复杂的形势表明，在投资者已经机构化的当今市场上，个人投资者再也没有容身之地。然而，事实胜于雄辩。你可以做得和专家一样好，或许还可以更加出色。在 2009 年 3 月股市大崩盘时，稳健的投资者保持着清醒的头脑，正是他们随后看到自己所持有的股票终于收复失地、继而产生了不菲的回报。而许多专业人士因买入自己未能理解的衍生证券，在 2008 年都输得体无完肤，也有许多专业人士于 21 世纪最初两年，在投资组合中过度持有价格过高的科技股，因而一败涂地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书是一部简明扼要的个人投资指南，涵盖了自保险至个人所得税的所有内容。书中会告诉你如何购买人寿保险，如何避免被银行和经纪人敲竹杠，甚至还会告诉你如何进行黄金和钻石投资。但是，本书谈论的主要还是普通股投资。普通股作为一种投资工具，不仅在过去提供了丰厚的长期回报，而且看来在今后的岁月里，仍可能是很好的投资选择。本书第四部分阐述的生命周期投资指南，为各个年龄段的投资者提供了不同的投资组合建议，这些建议既具体明确又符合理财目标，其中包括退休后应如何进行投资。

1.1 何为随机漫步

随机漫步（random walk）[1]是指将来的步骤或方向无法根据过去的历史进行预测。人们把这一术语应用到股市的时候，是指股票价格的短期波动无法预测，因此，投资咨询服务、公司盈利预测、复杂的图表形态分析全无用处。在华尔街，“随机漫步”这个术语是一个猥亵的字眼，是一个贬义词，是学术界创造出来并用以高声漫骂那些专业预言者的。极而言之，这一术语意味着被蒙住眼睛的猴子向报纸股票版面投掷飞镖，选出的投资组合也会与专家挑选的表现一样好。

当然，西装笔挺的金融分析师可不喜欢被比做光着屁股的猴子。他们反驳说，学术界人士浸淫于方程式和希腊字符（更甭提沉闷古板的学术文本），连牛和熊都分不清，即便它们跑进瓷器店里也辨不明。市场专业人士为了对抗学术界的猛烈抨击，用两种武器之一来武装自己。这两种武器称为基本面分析和技术分析，书中第二部分会进行详细论述。学术界为了避挡市场专业人士使用的这两种武器，便以弱式有效市场、半强式有效市场、强式有效市场这三种版本，将随机漫步理论模糊化，同时创立了属于自己的称为新投资技术的理论。这种新理论包含一个名为β的概念，我有些不以为然，准备稍作一番批驳。到了21世纪初，甚至有些学术界人士也加入了市场专业人士的阵营，声称股票市场至少还是有点儿可预测性。时至今日，你也能看到规模盛大的战斗仍在进行。战斗双方打得你死我活，因为事关双方的切身利益，学术界人士为终身职位而战，市场专业人士为奖金红利而斗。所以我想，在华尔街

---

[1] random walk 或译为“随机游走”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

漫步，你会感到很惬意。这里具有戏剧高潮的所有要素，包括巨额财富的创造和丧失，也包括这一切何以会发生的经典论点。

但是，在开始漫步之前，或许我应该做一番自我介绍，陈述一下作为导游的资格。在撰写本书的过程中，我利用了自己三个方面的人生阅历，每种阅历都为了解股市提供了不同的视角。

首先，讲一下我在投资分析和投资组合管理两个领域的专业经历。职业生涯开始的时候，我在华尔街一家顶级投资银行担任市场专员。后来，我在一家跨国保险公司担任投资委员会主席，也在一家全球最大的投资公司担任董事多年。这些经历所具有的视角，对我来说是不可或缺的。毕竟，生活中有些事情，涉世未深的人是无法充分领略或理解的。在股市上，可以说道理同样如此。

其次，我现在的职位是经济学家。通过专门研究证券市场和投资行为，我已获得了完备的学术研究知识，取得了一些关于投资机会的研究成果。我提供给你的投资建议，正是依靠很多新的研究成果做出的。

最后，同样重要的是，我一直是个投资者，并且是个成功的市场参与者。究竟有多成功，我是不会说的，因为学术界有一种奇特现象，就是认为教授不应该赚钱。教授可以继承很多钱、和很多钱结婚、花掉很多钱，但万万不应该挣很多钱，挣很多钱便与学术无关。无论如何，教师应当“有献身精神”，政客和行政官员经常这样说，尤其是要给学术界的低工资做出合理解释的时候，更是如此。他们说学者应当追求知识，而不应当追求金钱回报。正是因为学者应当追求知识，我才愿意向你讲述我在华尔街取得的胜利。

书中包含大量的事实和数据，你不必为此心怀烦忧。本书专门为没受过多少金融训练的人而撰写，提供了切实可行、经过检验的投资建议。阅读本书，你不必具备很多复杂的金融知识，你只要有让投资为你赚钱的兴趣和渴望就行了。

1.2 如今投资已成为一种生活方式

行文至此，最好先解释一下我所说的“投资”是什么意思，以及我如何区分这种活动与“投机活动”。我将投资视为一种购买资产的方式，其目的是为了获得可以合理预期的收入（股利、利息或租金），并且在较长时期里获得资产增值。投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与投机的区别，通常就在于对投资回报期的定义和投资回报的可预期性。投机者买入股票，期望在接下来的几天或几周内获得一笔短期回报；投资者买入股票，期望股票在未来会产生可靠的现金流回报，在几年或几十年里带来资本利得。

在此，要郑重声明，本书并非为投机者而作，我不会向你承诺能一夜暴富，也不会向你承诺股市有奇迹。实际上，若给本书加上一个副标题——“稳步致富”恐怕就很贴切。请记住，仅仅为了保值，你的投资就得产生与通货膨胀率持平的回报率。

21 世纪初，美国和多数发达国家的通货膨胀率降到了 2% 的水平。有些分析师认为，价格水平的相对稳定会无限期持续下去。他们表示，通货膨胀只是例外，而非普遍情况；历史上曾出现过的技术迅速进步的时期以及和平经济时期，都是价格水平保持稳定，甚至有所下降的时期。21 世纪的前几十年，可能只会发生轻微的通货膨胀或根本不发生通货膨胀，但我认为，投资者不应拒绝考虑通货膨胀在未来某个时期会加速发展的可能性。尽管 20 世纪 90 年代和 21 世纪初生产率加速提高，但历史告诉我们，生产率提高的速度总是不平衡的。况且，在一些以服务为导向的经济活动中，生产率的提高更是难以实现。在整个 21 世纪，要表演弦乐四重奏，照例需要四位音乐人参与，要做阑尾切除手术，照样需要一位外科医生操刀。倘若音乐人和外科医生的工资随着时间的推移而不断增长，人们在音乐会门票和阑尾切除手术上的支出也会随之增加。因此，认为物价上行的压力不再令人担忧，恐怕是个错误的想法。

即使通货膨胀率保持在 2% ~3% 的水平——远低于 20 世纪 70 年代和 80 年代初，这样的水平对于我们的购买力也是破坏性极大的。从表 1-1 中可以看出平均约为 4% 的通货膨胀率在 1962 ~2010 年造成了什么样的影响。我早晨读的报纸已上涨了 39 倍，下午吃的好时巧克力棒涨了 17 倍，而它的大小还不如 1962 年我读研究生的时候。如果通货膨胀率保持不变，到 2020 年买一份像今天这样的晨报，就要花费 4 美元以上。显而易见，即便为了对付温和的通货膨胀，我们也必须着手制定策略，以维持我们的实际购买力，否则，我们的生活水平注定要日益下降。

投资是需要付出努力的，在这一点上万万不要搞错。一些富于传奇色彩的小说充满了这样的故事：因为疏于管理钱财或欠缺管理钱财的知识，致使巨额家族财富化为乌有。谁能忘记在契诃夫的伟大剧作中，那满园的樱桃树被砍倒的声音？是自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由企业制度，而非马克思主义，造成了朗涅夫斯基家族的衰落——这个家族的人并未付出努力去保住自己的钱财。即使你将所有的资金托付给一家投资顾问公司或共同基金，你也得明白哪家顾问公司或共同基金最适合管理你的钱财。以本书所包含的信息来武装自己，你会发现做投资决策时就会容易些。

表 1-1 通货膨胀的啮噬

	1962 年平均值（美元）	2010 年平均值（美元）	增长百分比	年复合通货膨胀率（%）
消费者价格指数	30.20	218.18	622.4	4.2
好时巧克力棒	0.05	0.90	1 700.0	6.2
纽约时报	0.05	2.00	3 900.0	8.0
1 类邮资	0.04	0.44	1 000.0	5.0
汽油（加仑）	0.31	2.75	787.1	4.7
汉堡（麦当劳双层）	0.28①	3.50	1 150.0	5.4
雪佛兰轿车	2 529.00	21 825.00	763.0	4.6
带冷冻室的冰箱	470.00	1 197.00	154.7	2.0

① 1963 年的数据。

资料来源：For 1962 prices, *Forbes*, Nov. 1, 1997 and various government and private sources for 2010 prices.

不过，最重要的是投资实际上非常有趣。与投资界的芸芸众生进行智慧较量，并因此获得资产增值的回报，岂不快哉？仔细打量自己的投资回报，看到回报以高于薪酬增长的速度不断积累，不亦乐乎？了解关于产品和服务的新理念以及金融投资方面的创新，也一定颇为刺激。成功的投资者通常都是全面发展的人，他们将天生的好奇心和对运用智慧的兴趣融入到赚钱的努力之中。

1.3 投资理论

一切投资回报——无论来自普通股还是稀有钻石，都不同程度地取决于未来事件。正是这一点造就了投资的魅力，投资就是一种冒险活动，是否成功取决于预测未来的能力。传统上，投资界的专业人士一直使用以下两种方法中的一种来给资产估值：坚实基础理论（firm-foundation theory）与空中楼阁理论（castle-in-the-air theory）。基于这两种理论，无数美元盈亏流转。有意思的是，这两种理论看起来相互排斥。如果你想做出明智合理的投资决策，了解这两种方法是必不可少的，同时，了解这两种方法也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是避免铸成大错的前提条件。到20世纪末的时候，名为新投资技术的第三种理论在学术界诞生了，并在“街上”流行起来。[⊖]在本书后面的篇章中，我会阐述这一理论及其在投资分析中的应用。

1.4 坚实基础理论

坚实基础理论声称：每一个投资工具，无论它是一只普通股还是一处房地产，都有一个被称为内在价值（intrinsic value）的坚实基础，通过细致分析这个投资工具的现状和前景，可以确定它的内在价值。当市场价格下跌而低于（上涨而高于）作为坚实基础的内在价值时，买入（卖出）的机会便出现了，因为按照该理论的说法，这种价格波动最终总会得以修正。照此看来，投资就变成了一件枯燥而简单的事情，不过是将某物的实际价格与其坚实基础价值进行比较。

创立坚实基础理论的功劳，很难记在哪一个人的身上。虽然人们常常把此项殊荣给予S. 艾略特·吉尔德（S. Eliot Guild），但该理论的经典性突破及精细化发展，是由约翰B. 威廉姆斯（John B. Williams）完成的。

在《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）一书中，威廉姆斯给出了一个确定股票内在价值的实用公式。他的计算方法以股利收入为基础。为了把事情弄复杂，他刁钻地引入了“折现”这一概念。折现的含义实质上就是向后看收入。比方说，不要看下一年你有多少钱（例如将1美元存入储蓄账户，利率为5%，一年后就有1.05美元），而要看预期未来得到的钱比现在的价值少多少（因此，下一年的1美元在今天大约只值95美分，而今天的95美分以5%的回报率投资，过一年大约变成1美元）。

实际上，威廉姆斯对折现这一概念是很当真的。他声称股票的内在价值等于股票未来所有股利的现值（或称折现值），他建议投资者将以后收到的钱进行“折现”。因为当时没几个人明白，所以这个术语才逐渐变得时髦起来。现在，“折现”已被做投资的人广泛使用。在著名经济学家、投资者、耶鲁大学教授欧文·费雪（Irving Fisher）的支持之下，它的地位得到了进一步加强。

⊖ 这里的“街上”是指华尔街，尤其是指证券界和金融投资界这种广泛意义上的华尔街。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚实基础理论的逻辑颇令人称道，可以用普通股作为例证来说明。该理论强调股票的价值应建立在公司未来能以股利形式分配的盈利流的基础之上。据此可推出：目前的股利越多，股利增长率越高，股票的价值就越大，因而不同的股利增长率就成为股票估值中的一个较重要的因素。接下来，不易把握的未来预期因素也掺杂进来。证券分析师不仅必须估计长期增长率，还必须估计某种超常增长能维持多久。当市场对未来增长能持续多久过于热心时，华尔街上的人便普遍认为此时的股票不仅仅是在将未来进行折现，恐怕连来世也在折现。坚实基础理论依赖于对未来增长率和增长持续期进行棘手的预测，这正是问题的关键所在。因此，内在价值这一坚实基础可能没有该理论声称的那么可靠。

坚实基础理论并非只为经济学家所用。由于本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Todd）合著的《证券分析》（*Security Analysis*）一书极富影响力，华尔街整整一代证券分析师都皈依于这一理论。奉行该理论的分析师学到的是，所谓健全的投资管理就是当证券价格暂时低于其内在价值时买人，当证券价格暂时高于其内在价值时卖出，就这么简单。当然，确定内在价值的计算机指令也配备起来，任何称职的分析师只需轻轻敲击数下自己的电脑键盘，便可算出内在价值。沃伦·巴菲特（Warren Buffett）可能是使用格雷厄姆和托德分析方法最为成功的信徒。他是美国中西部人，精明老到，人称“奥马哈圣人”，他创造了传奇性的投资纪录，据说就是因为遵循了坚实基础理论的分析方法。

1.5 空中楼阁理论

空中楼阁投资理论是把注意力集中在心理价值上。1936 年，著名经济学家、成功投资者约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）极为清晰地阐述了这一理论。他认为专业投资者不愿将精力用于估计内在价值，而宁愿分析投资大众将来会如何作为，分析他们在乐观时期如何将自己的希望建成空中楼阁。成功投资者会估计出什么样的投资形势最易被大众建成空中楼阁，然后在大众之前先行买入，从而占得市场先机。

凯恩斯认为应用坚实基础理论涉及的工作量太大，该理论的价值也令人质疑。他将自己宣扬的理念付诸投资实践。伦敦从事金融行业的人士总是在拥挤的办公室里长时间疲惫不堪地工作，而凯因斯只是每天早晨坐在床上操盘半个小时。靠这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

悠闲从容的投资方式，他为自己赚了几百万英镑，同时也使自己任教的剑桥大学国王学院（King's College, Cambridge）的捐赠基金价值增长了10倍。

凯恩斯在大萧条的数年间声名鹊起，此时多数人所关注的主要是他刺激经济的思想。当时，无论谁要建立空中楼阁或是梦见他人将要建立空中楼阁，都是很难想象的事情。尽管如此，凯恩斯却在他的著作《就业、利息和货币通论》（*The General Theory of Employment, Interest and Money*）一书中，用一整章的篇幅论述股票市场、论述投资者预期的重要性。

关于股票，凯恩斯指出无人确切地知道什么因素会影响公司的盈利前景和股利支付。所以，他说："多数人主要关心的事并非是对一项投资在其整个持续期里能获得多少回报做出更准确的长期预测，而是能够稍稍先于一般大众预测到普遍认可的估值基础会发生什么变化。"换言之，凯恩斯利用心理原理而非财务评估来研究股票市场。他写道："如果你相信一项投资按照其可能产生的回报应定价为30美元，也相信三个月后市场将其定价为20美元，那么你现在为这项投资支付25美元就不是明智之举。"

凯恩斯为了描述股票市场的买卖行为，用了一种他的英国同胞一看便能明白的说法：参与股票买卖好比参加报纸举办的选美比赛。参赛者必须从100张照片中选定6个最漂亮的面孔，谁的选择最接近于作为一个整体的所有参赛者的选择，谁将获得比赛的奖赏。

聪明的参赛者意识到在决定谁是比赛冠军的过程中，个人的审美标准无关紧要，较好的比赛策略是挑选其他参赛者可能喜欢的面孔。毕竟其他参赛者至少也会带着同样敏锐的知觉参加角逐，因此，最优策略并非选择参赛者个人所认为的最漂亮的面孔或者其他参赛者可能喜欢的面孔，而是预测全体参赛者普遍认为其他人可能形成什么样的普遍观点，或者还要沿着这一序列做出更进一步的预测。这就是英国的选美比赛。

报纸选美比赛这一类比代表了价格决定的空中楼阁理论的极端形式。对买家来说，一项投资之所以值某一价钱，是因为他期望以更高的价钱卖给别的人。换句话说，投资是靠其自身来支撑的。新的买家同样又期待将来的买家愿意支付更高的价钱。

在这样的投资世界，每时每刻都会诞生出傻瓜——傻瓜之所以出现就是要以高于你为投资所支付的价格购买你手上的投资品。只要其他人可能愿意支付更高的价格，再高的价格也不算高。发生这样的情况别无他因，正是大众心理在起作用。聪明的投资者所要做的只是未听见发令枪就起跑——一开始就占得先机。说得损点儿，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一理论可称为“博傻”理论（“greater fool”theory）。只要以后能找到什么人，他们天真得愿以五倍于实际价格的价钱买入某物，那么你现在以三倍于实际价格的价钱买入，就完全没有问题。

无论在金融界还是在学术界，空中楼阁理论都有很多拥护者。罗伯特·希勒（Robert Shiller）在其畅销书《非理性繁荣》（*Irrational Exuberance*）中指出，20世纪90年代后期，人们对网络股和科技股的狂热只能从大众心理的角度加以解释。强调群体心理的股市行为理论，21世纪初在发达国家大学的一流经济学系和商学院受到了青睐。2002年，心理学家丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）因在行为金融学领域做出了开创性贡献，荣获了诺贝尔经济学奖。再早一点儿，奥斯卡·摩根斯坦（Oskar Morgenstern）是该领域的一个重要倡导者，他认为寻找股票的内在价值无异于水中捞月、缘木求鱼。在交换经济中，任何资产的价值都取决于实际的或潜在的交易。摩根斯坦认为，每个投资者都应在自己的书桌上方贴上这样一条拉丁文箴言：

> 一物的价值仅等于他人愿意支付的价格。
>
> （Res tantum valet quantum vendi potest.）

1.6 我将如何带你随机漫步

介绍了参加这次旅程应知道的基本内容，现在就请跟我一道随机漫步穿过投资之林，最后沿着华尔街逛逛。我的任务首先是让你熟悉历史上的定价模式以及这些模式与两种投资定价理论之间的关系。桑塔亚纳（Santayana）[⊖]曾告诫我们：不吸取过去的教训，必定会犯同样的错误。因此，我马上就会向你描述一些蔚为大观的投机狂潮——既有历史久远的，又有发生时间较近的。有些读者可能对17世纪荷兰公众疯狂抢购郁金香球茎的行为嗤之以鼻，对18世纪英国的南海泡沫不以为然。但是，谁也不能不理会20世纪60年代初的新股发行热和70年代的“漂亮50”热。日本房地产和股市令人难以置信的暴涨，及其在90年代初同样令人难以置信的暴跌，还有1999年和2000年年初的“网络狂潮”，都在不断地向人们发出警示：无论是个人投资者还是专业人士对过去的错误仍然不具备免疫力。

⊖ 桑塔亚纳，1863—1952，20世纪著名哲学家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章
Chapter 2

大众疯狂



10 月是投机做股票特别危险的月份之一，其他特别危险的月份是 7 月、1 月、9 月、4 月、11 月、5 月、3 月、6 月、12 月、8 月和 2 月。

——马克·吐温（Mark Twain）

《傻瓜威尔逊》（*Pudd'nhead Wilson*）

在历史上，每出现一次壮观的经济热潮时，贪婪的欲望一时间恣意泛滥便是此时的一个显著特征。在疯狂追逐金钱的过程中，市场参与者将价值的坚实基础抛诸脑后，转而沉迷于靠不住却又令人发狂的臆想：自己也能建成空中楼阁，在短时间内大发横财。这种想法在历史上曾风靡了一些国家。

投机心理好比上演荒诞剧的剧场，本章将为你呈现曾经演出过的几场大戏。演出当中，一些空中楼阁分别在以下几个基础上建立起来：荷兰郁金香球茎、英国南海公司等新股发行泡沫、美国老牌绩优蓝筹股。在每一次狂潮中，都有一些人在一些时间里赚了钱，但最终只有极少数人毫发未损地全身而出。

在这种情形下，历史确实给我们上了一课：尽管空中楼阁理论能够很好地解释这样的投机狂欢，但要猜透变化无常的大众的反应，却是个极其危险的游戏。古斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

塔夫·勒·庞（Gustave Le Bon）1895年写了一部论述大众心理的经典著作，他在书中指出："在群体中积累的是愚蠢，而不是让人明智的常识。"看来读过这本书的人并不多。纯粹依靠精神支持而火箭般蹿升的市场行情，都已无可避免地屈服于金融万有引力定律。高不可攀的价格可能会维持数年之久，但最终总会掉头向下。价格下落如地震般突如其来，而且狂欢暴饮愈烈，宿醉愈深愈沉。不顾后果建造空中楼阁的人，很少能足够机智灵活地预计到行情突然出现反转，并能在一切轰然坍塌之时脱身而逃。

2.1 郁金香球茎热

郁金香球茎热是历史上最为壮观的快速致富的狂欢之一。想到这种狂热发生在17世纪初古老而宁静的荷兰，你会在脑海中看到更加栩栩如生的极度疯狂的画面。1593年，一位新任命的植物学教授把一些原产于土耳其的稀有植物从维也纳带到莱登（Leyden），由此引发了导致这场投机狂潮的几件事。荷兰人对花园里的这种新品花卉非常着迷，但对教授开出的价钱可没那么感兴趣（他原本希望卖掉这些球茎，好好地赚一笔）。一天夜里，有个窃贼闯入教授家中盗走了这些球茎。随后，窃贼以低于教授向人们开出的价格把这些球茎卖掉，不过他的赚头却更大。

在此后十年左右的时间里，郁金香成了荷兰花园里一种广受欢迎但价格昂贵的花卉。许多郁金香花朵感染了一种叫做花叶病的非致命病毒，正是这种病毒触发了疯狂的郁金香球茎投机热潮。花叶病致使郁金香花瓣上长出对比强烈的彩色条纹或者说"烈焰"。荷兰人非常欣赏受到感染的球茎，称之为奇异球。在很短的时间内，大众的欣赏口味很快趋于一致，因此球茎越奇异拥有球茎的代价便越大。

渐渐地，郁金香球茎热开始了。起先，球茎商只是尽量预测来年最受欢迎的杂色款式，就像服装生产商预测大众对衣料、色彩、裙摆长短的口味一样。后来，他们囤积大量存货期望价格上涨。郁金香球茎的价格开始疯涨，球茎越昂贵，视之为明智投资的人便越多。查尔斯·麦基（Charles Makay）在他的著作《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》（*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）中，按时间顺序描述了这一热潮的发展过程，并指出荷兰的一般行业因人们投机郁金香

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球茎而被弃置一旁："贵族、市民、农夫、机工、海员、男仆、女佣，甚至烟囱清扫工和老年女裁缝都不亦乐乎地涉猎其中。"每个人都想象着对郁金香的激情会永远持续下去。

说价格不可能再涨的人看到亲戚朋友大发其财便在一旁大为懊恼。加入暴富行列的诱惑实在难以抗拒。大约自 1634 年至 1637 年年初，也就是在郁金香热的最后几年，人们开始以物易物，拿土地、珠宝、家具这样的个人财产来换取郁金香球茎，因为球茎会使自己变得更加富有。球茎价格变成了天文数字。

金融市场具有一种超强禀赋，当增加投机机会的方法存在真实需求时，市场必定会提供这种方法。能使郁金香投机者的金钱发挥最大效用的金融工具是"要求选择权"（call options），这种选择权类似于今天股票市场上流行的"看涨期权"。

要求选择权赋予持有人在某一确定时间以某一固定价格（通常接近于当前市价）购买郁金香球茎（要求交割）的权利。选择权持有人在订立合同时支付一笔选择权费，这笔费用大概相当于当前市价的 15% ~20%。例如，一只郁金香球茎的当前市价为 100 荷兰盾，购买一份一只球茎的要求选择权时，购买者只需支付 20 荷兰盾。如果球茎价格涨到 200 荷兰盾，选择权持有人就会执行选择权：以 100 荷兰盾的价格买入球茎，同时以当前市价 200 荷兰盾卖出。行权后，他便获得 80 荷兰盾的利润（100 荷兰盾的升值减去他为选择权支付的 20 荷兰盾），也就是说，他的资金增值了四倍。若直接在市场上买卖球茎，他只能让资金增值一倍。使用要求选择权让人们能以少得多的本钱参与市场买卖，同时从投入的本钱中获取更多回报。选择权是一种杠杆投资方法，可以增加投资的潜在回报，同时也会增加投资的潜在风险。这种金融工具有助于确保市场的广泛参与性，今天也是如此。

这段历史充满了亦悲亦喜的剧情，其中就发生过以下这样的事情。一名返航归来的水手告诉了一位富商一船新货到岸的消息。为了酬谢水手，富商请他吃一顿上等的红鲱鱼早餐。水手看到商人的柜台上放着自以为洋葱的东西，多半是觉得洋葱放在丝绸和天鹅绒之间极不协调，居然拿来当做吃红鲱鱼的作料给吃了。他做梦也没想到，这只"洋葱"本可以养活整整一船的船员一年，因为它实际上是价格昂贵的芳名叫 Semper Augustus 的郁金香球茎。水手为这款开胃品付出了惨重代价——东道主翻脸不认人以重罪起诉他，让他在牢里待了好几个月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史学家经常重新诠释过去。有些金融史学家重新审视了多次金融泡沫中的事实，认为泡沫时期的定价可能也存在相当大的合理性。彼得·加伯（Peter Garber）是这些修正主义史学家中的一位，他认为17世纪荷兰郁金香球茎的定价比现在普遍认为的要合理得多。

加伯提供了一些很好的事实资料，而我也不打算说在郁金香球茎热时期球茎的价格结构没有任何合理性。例如，据加伯揭示，Semper Augustus 郁金香球茎是一种特别稀有的、美丽的球茎，即便在郁金香狂热发生之前数年，价格就已经很高了。而且，加伯的研究还表明，即使在球茎价格全面崩溃之后，个别稀有的球茎仍然价格不菲，只是价格仅有顶峰时期的一小部分。但是，加伯未能合理解释这样的现象：1637 年 1 月，郁金香球茎以 20 倍的速度上涨，而在 2 月，价格下降的速度却更快。显然，正如一切投机狂潮中都会发生的那样，价格最终变得如此之高，以至有人认定应该谨慎从事，于是便卖出自己的球茎。很快，其他人也随之卖出球茎。像雪球滚下山一样，球茎贬值的速度越来越快，刹那间，恐慌攫取了所有人的心。

政府部长纷纷发表官方声明，说郁金香球茎价格毫无下跌的理由，但是，没有人听得进去。交易商破产倒闭，拒绝履行购买郁金香球茎的承诺。政府出台了一个计划，准备以 10% 的面值协商解决所有的合同执行问题，当球茎价格跌破这一标准时，计划也告受挫。价格继续下跌，一跌再跌，直至多数球茎变得几乎一文不值——卖价还不如普通洋葱。

2.2 南海泡沫

假设你的经纪人给你打电话，推荐你投资一家新公司，这家公司既无销售额又无盈利——只是有着很好的前景。“经营什么业务？”你问道。“抱歉，”经纪人解释说，“无人知道是什么业务，但我能保证你赚大钱。”骗人的把戏！你说。对，你说得没错。然而，在 300 年前的英国，这可是当时最热门的一次新股发行。正如你所猜想的那样，投资者的损失极其惨重。这一故事说明欺诈如何能使贪婪的人们更为急切地舍弃自己的金钱。

在南海泡沫发生的时代，英国人已具备了抛却钱财的条件。国家经济的长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

繁荣已造成储蓄很多而投资出路很少的局面。当时，人们认为拥有股票有如拥有一种特权。例如，直到1693年，只有499人因拥有东印度公司的股份而受益。他们获得回报的方式有多种，尤其是股利免税。这些人当中也有女士，股票是当时英国女士能够以自己的名义拥有的数种财产形式之一。为了恢复大众对政府有能力履行偿债义务的信任，南海公司（South Sea Company）于1711年宣告成立，同时这也满足了大众对投资工具的热切需求。该公司承担了近1 000万英镑的政府借据债务（government IOU）[⊖]，作为酬报，该公司被授予了和南海地区通商的垄断权。大众认为南海公司会在这种贸易中赚取巨额财富，因而对该公司的股票情有独钟。

从一开始，南海公司就以牺牲他人为代价来获取利益。只要持有由南海公司承接的政府借据，无论是谁都可以直接将借据兑换成南海公司的股票。事先知道这一计划的人悄悄地、尽可能多地快速吃进每份卖价低至55英镑的政府借据，然后在南海公司注册成立时交给南海公司，按借据面额换成价值100英镑的南海公司股票。在南海公司董事中，没有任何人拥有任何从事南美洲贸易的经验，不过，这并没有妨碍他们迅速装备好贩运非洲奴隶的船只（贩卖奴隶是南美洲贸易中最有利可图的生意之一）。但事实表明，即便是这样的生意也没带来利润，因为船上的奴隶死亡率非常高。

然而，南海公司的董事深谙在公众面前树立形象的艺术。他们在伦敦租下一座令人赞叹的房子，在董事会会议室里摆上30只黑色的西班牙加套座椅，山毛榉材质的骨架和镀金铆钉使座椅看上去端庄气派，不过坐上去可不舒服。与此同时，墨西哥韦拉克鲁斯（Vera Cruz）急需的一船公司羊毛却被送到了西班牙的卡塔赫纳（Cartagena），因乏人问津都烂在码头上。在这之后的几年中，虽然“令人大喜过望”地发放股票股利带来了股票稀释的影响，以及英国与西班牙的交战导致了贸易机会的暂时萎缩，但南海公司的股价仍能维持不跌，甚至还有所上涨。约翰·卡斯维尔（John Carswell）写了一本精彩史书——《南海泡沫》（*The South Sea Bubble*），他在书中对南海公司的一位董事和主要发起人约翰·布伦特（John Blunt）进行了

⊖ IOU是一种书面债务凭证，上面载明何时偿还所借具体款项，并常注明IOU三个字母，意思是“I owe you”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

描述，“他继续过着这样的生活：左手拿着招股说明书，右手捧着祈祷书，从不让右手知道左手的所作所为。”

在英吉利海峡对岸，一位名叫约翰·劳（John Law）的英国流亡人士组织成立了另一家股份公司。劳的宏大人生目标是用国家支持、地区代理机构网控制的流通全国的纸质货币取代金属货币，并创造更多的流动性。为了推动目标实现，劳收购了一家名叫密西西比公司（Mississippi Company）的濒临破产企业，接着将密西西比公司建成了一家集团企业，该集团企业是有史以来规模最大的股份公司之一。

密西西比公司吸引了整个欧洲大陆的投机者，也引来了他们的资金。“百万富翁”一词正是此时被创造出来的，这也难怪，因为密西西比公司的股价仅仅在两年之内便从 100 法郎涨到 2 000 法郎，虽然股价如此疯涨，但却没有任何合理的原因。曾经有一个时期，这家法国密西西比公司的股票膨胀到总市值超过全国金银价值总和的 80 倍。

同时，再回过头来看英吉利海峡的这一边，一丝沙文主义开始在英国的某些豪宅名邸之中潜滋暗长。为什么所有的钱就该源源不断地流向法国的密西西比公司？英格兰应拿什么予以反击？答案便是南海公司。该公司的前景正开始显得稍有好转，尤其是随着 1719 年 12 月传来了一个好消息，更是如此。该消息称与西班牙的战事行将结束，因而往来南美洲的贸易通道终将畅通无阻。据说，墨西哥人正在等待机会挖空自己的金矿以换取英国充足的棉花和羊毛制品。这正是自由企业制度的最佳表现时机。

1720 年，南海公司那帮贪得无厌的董事决定充分利用自己的声誉，主动提出为金额达 3 100 万英镑的全部政府债务提供融资。这实在是大胆之举，不过公众喜欢。与此有关的一项法案正式提交议会讨论时，南海公司的股票立即从 130 英镑涨到 300 英镑。

作为酬谢，形形色色促成法案通过的朋友和支持者都获得了一个选择权：个人无须支付便可得到一定数量的股票，当股价上涨时，股票可直接“回售”给公司，个人只需将利润收入囊中。在收到谢仪的人当中，就有乔治一世的情妇，以及该情妇的个个都与国王长相惊人相似的“侄女”。

1720 年 4 月 12 日，即法案立法通过五天后，南海公司以每股 300 英镑的价格发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行新股。新股认购可以采用分期付款的方式——首付60英镑，余下部分八次轻松付清。即使国王本人也无法抗拒诱惑，认购了总价达10万英镑的股票。其他投资者蜂拥而至抢购股票，甚至有人为此大打出手。为了缓解大众对股票的渴求，南海公司董事会宣布增发新股——这次发行价是每股400英镑。但是，大众饥饿难耐、贪得无厌。不出一个月，股价涨到550英镑，而且仍在上涨。6月15日，又一次增发新股的方案提出了，这次付款方式更加轻松——首付10%，并且一年之内不用另行支付，股价直抵800英镑。上议院半数议员和下议院过半数议员签署通过该方案。最后，股价飙升至1 000英镑，投机热潮达到巅峰。

即便是南海公司也不能满足所有想与自己的金钱分离的傻瓜的需求。投资者寻找其他新的风险项目，希望一开始便能参与其中。正如今天的投机者寻找下一个谷歌一样，18世纪初的英格兰投机者寻找的是下一个南海公司。公司发起人顺势而为，组织并向市场推出大量的新股发行，满足大众贪得无厌的投资渴望。

日子一天天过去，新的融资计划不断提出——从大量进口西班牙公驴（虽然英国已有充足的供给）到使咸水变成淡水，聪明的、荒谬的应有尽有。同时，募集资金的用途也日益含有某种欺诈成分，如用锯屑制造板材。近100个不同的融资项目推向市场，一个比一个铺张浪费，一个比一个具有欺骗性，但每一个又都给人可获得巨大收益的希望。很快，这些新发项目便赢得了“泡沫”之名，一个人们能想出的再恰当不过的别名。

公众似乎照单全收，发行什么新股便买什么新股。这一时期，新设公司募集资金的用途可谓五花八门：建造抵御海盗的船舶、促进英国马匹繁殖、从事人类毛发交易、为私生子建立医院、从铅中提取银、从黄瓜中提取阳光，甚至还有生产永动轮。

然而，最佳创意奖最应授予一位佚名人士，此人发起设立了一家公司，“该公司从事一项极具优势的事业，但无人知道是什么事业”。招股说明书承诺的回报闻所未闻。早晨9点，认购股票的名册一打开，一群群来自社会各阶层的人们，因争购股票几乎挤破了大门。不到5个小时就有1 000位投资者递过自己的钱，认购了该公司的股票。这位发起人还算不贪，立即关门大吉，动身前往欧洲大陆。他从此在人间蒸发，杳无音信。

并非所有投资于这些泡沫公司的人都相信自己认股的公司的发行方案切实可行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们“太心知肚明了”，不至于那么轻信。然而，他们信奉“博傻”理论——价格总会上涨、买家总会找到、自己总会赚钱。因此，多数投资者认为自己的行为最理性，他们期待着“在上市交易后”，也就是在股票首次发行后的交易市场上卖出股票，获利了结。

神要毁灭谁，必先将谁揶揄一番。一盒“南海”扑克牌的发行，表明投机热潮已趋近尾声。每张牌上印有一家泡沫公司的讽刺漫画，画下都有一段贴切的韵文。其中一张牌上画的是帕克机器公司。据说，这家公司生产的机器既能发射圆形和方形加农炮弹，又能发射子弹。帕克公司声称它制造的机器将为战争艺术带来革命性变化。牌上的文字这样描述了帕克机器公司：

稀世发明所要毁灭的人群，
乃同胞愚人，非异国敌人。
无惧可恶机器，我之友朋，
谁若遭殃，只因持其股份。

很多个别泡沫被刺破时，并未挫伤人们的投机热情，然而，随着南海公司在8月被刺破一个不可修复的小孔，滔天洪水也就滚滚而来。这个小孔是由南海公司的董事和高管亲手刺破的。他们意识到市场上的股价与公司的实际前景之间已无任何关联，便在当年夏天将手中的股票抛售一空。

消息泄露了出去，股价应声下挫。很快，股价便如开闸之水，急转直下，恐慌占据了市场。图2-1显示了南海公司股价蔚为壮观的涨跌景象。政府官员徒劳地做着恢复市场信心的努力，大众信心全面崩溃的局面几乎无可挽回。与此情形相似的是，当大众认识到纸币过量发行不会创造实际财富只会造成通货膨胀时，密西西比公司的股价也跌得只剩下可怜的一点点。在南海泡沫中损失惨重的人包括艾萨克·牛顿（Isaac Newton），他惊呼道：“我可以计算天体的运动，却算不出人们的疯狂程度。”这就是空中楼阁。

为了保护公众将来免受伤害，英国国会通过了《泡沫法案》，禁止公司发行任何股权凭证。在此后长达一个多世纪的时间里，一直到1825年该法案废除，相对而言，英国市场上的股权凭证都比较少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

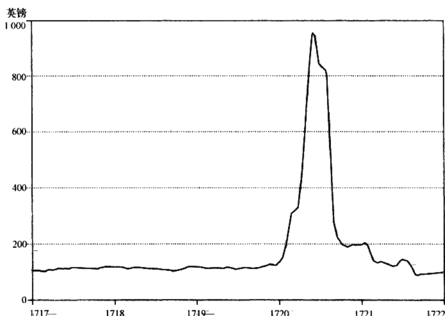


图 2-1 英国南海公司股票价格（1717～1722 年）

资料来源：Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism* (Cambridge University Press, 1990).

2.3 华尔街溃败

无可否认，荷兰郁金香球茎热和英国南海公司等泡沫已消散于久远的历史云烟之中。在更成熟发达的现代，同类事情是否会发生呢？让我们将目光转向时间更近的事件。20 世纪 20 年代，美国这个机会之乡也轮到自己掀起投机的狂潮。在重视自由和增长的环境中，我们制造了世界文明史上一波最为壮观的经济繁荣和一场最为严重的经济崩溃。

当时的社会经济条件对投机狂潮的横空出世再有利不过了。整个国家一直在经历着无与伦比的繁荣发展。人们无法不信赖美国的工商业。卡尔文·柯立芝（Calvin Coolidge）[⊖]说："美国的事业就是工商业。"从事工商业的人士被喻为传教士，几乎

⊖ 卡尔文·柯立芝，1872—1933，美国第 30 任总统。他信奉"无为而治"的政治哲学，认为"少管闲事的政府是最好的政府"。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被奉若神明。人们甚至做出了反向比喻，纽约一家广告代理公司 BBDO（Batten, Barton, Durstine & Osborn）的布鲁斯·巴顿（Bruce Barton），曾在《无人相识的人》（*The Man Nobody Knows*）中写道，耶稣是“第一工商企业家”，他的道德说教故事是“有史以来最强有力的广告”。

1928 年，投机股市变成了一项全民消遣。从 1928 年 3 月初到 1929 年 9 月初，股市达到的涨幅竟与 1923 ~ 1928 年年初相等。大型工业公司的股价有时每天会上涨 10% 或 15%。表 2-1 显示了其中一些股票的上涨幅度。

表 2-1 一些大型工业公司的股价涨幅

股票名称	1928 年 3 月 3 日	1929 年 9 月 3 日[①]	18 个月
	开盘价（美元）	最高价（美元）	涨幅（%）
美国电报电话公司	179.5	335.625	87.0
伯利恒钢铁公司	56.875	140.375	146.8
通用电气公司	128.75	396.25	207.8
蒙哥马利沃特公司	132.75	466.5	251.4
全美现金出纳机公司	50.75	127.5	151.2
美国无线电公司	94.5	505	434.5

① 所列数值已按 1928 年 3 月 3 日后股票分割和所收股权价值做出调整。

并非“每个人”都在股市中投机。融资买入股票（保证金交易）的融资额，确实由 1921 年的 10 亿美元增加到了 1929 年的近 90 亿美元。不过，1929 年，大约仅有 100 万人通过保证金交易持有股票。然而，投机精神至少像前面描述的几次热潮发生时一样广泛存在，其深入人心的程度毫无疑问是有过之而无不及。更为重要的是股市投机成了文化中心。约翰·布鲁克斯（John Brooks）在《戈尔康达之行》（*Once in Golconda*）[⊖]一书中，记述了一位英国记者刚到纽约时做出的评论：“人们会谈论禁酒、谈论海明威、谈论空调、谈论音乐、谈论赛马，但无论怎样，最后总得谈到股票市场，而人们一谈到这个话题，就立刻严肃正经起来。”

不幸的是，股市中有数百个操盘手正带着微笑，很乐意为大众建造空中楼阁助上一臂之力。股票交易的操纵行为越来越恶劣，不断刷新着寡廉鲜耻的纪录，最能说明这一点的便是联手做庄。有庄家曾操纵美国无线电公司的股价，短短的 4 天之

⊖ 戈尔康达原是印度的一座城市，现已是一片废墟。据传说，所有从这个城市穿过的人都会变得富有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内便将股价拉升61%。

联手做庄一方面需要参与的人密切配合，另一方面需要完全漠视投资大众。一般说来，当若干个交易者为操纵某只股票而串通到一起时，运作便启动了。他们选定一个庄主（此人这方面的运作能力应颇为高超），并相互承诺不得建老鼠仓欺骗其他成员。

庄主在几周的时间里暗中吸纳股票，逐渐收集大量筹码。若有可能，庄主还会购买一份期权，以便后来可以按当前市价买入大量股票。接下来，庄主会尽力拉拢这只股票的做市商作为盟友。

联手做庄的成员有了做市商的支持，便可以了解股票行情的实时变动。股票交易所里的做市商是经纪人的经纪人。如果一只股票的现时成交价是每股50美元，你向自己的经纪人发出每股45美元买入的限价指令，那么一般情况下，你的经纪人会将这一指令传给做市商。一旦股票跌至45美元，做市商便执行限价指令。所有这些买入价低于市场价或卖出价高于市场价的限价指令，都会被做市商记录在据说很私密的“本子”上。这样你就明白了做市商对庄主来说为何能有那么大的利用价值。本子上的信息提供了买入价低于市场价或卖出价高于市场价的所有限价指令。尽可能多地了解大众玩牌者手中的牌总是有帮助的。现在，真正有趣的情节马上就要出现了。

一般情况下，此时庄主会让团伙成员进行对敲操作。比如说，哈斯卡以每股40美元的价格卖出200股给西德尼，西德尼再以40.125美元的价格卖回给哈斯卡。接下来重复同样的过程，对敲的股数变成400股，对敲价变成40.25美元和40.5美元。再接下来对敲股数是1 000股，对敲价是40.625美元和40.75美元。所有这些交易都记录在遍布全国的自动报价机的纸带上，交投活跃的假象就传递给了成千上万涌入全国各地证券营业部的盯纸带者。这种由所谓的虚卖（wash sales）所营造的交投活跃的气氛，给人以重大利好即将出现的印象。

此时，杜撰投资小贴士的写手和股市评论员会在庄主的指使之下，谈论上市公司可能会迎来哪些振奋人心的发展。庄主还会尽力确保公司管理层对外公布的信息越来越利好。倘若这一切都进行得顺风顺水，加上1928～1929年几乎无处不在的投机氛围，那么纸带显示的交投活跃假象与操控的消息面两相配合，必然会引来大众入场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大众一入场，混战便开始，这正是“拔掉浴缸塞子，悄然放水”的时候。一边是大众买入股票，另一边是庄家卖出股票。庄家把股票回吐给市场，起先派发得很慢，然后不等大众回过神来越抛越多。坐完过山车，联手做庄的一干人等将丰厚的利润收入囊中，留下大众手握一把骤然缩水的股票徒唤奈何。

然而，要欺骗大众，也未必非得拉帮结伙联手坐庄不可。很多个人，尤其是公司高管和董事，靠一己之力也干得很不错。就拿艾伯特·威金（Albert Wiggin）来说吧，他是美国当时第二大银行大通银行的头儿。1929 年 7 月，看到股市攀升到令人晕眩的高度，威金先生忧心忡忡，对投机做多不再感到安稳。（据传言，他与人联手炒作本银行的股票，已赚了几百万美元。）由于认为本银行股票的前景尤为暗淡，他卖空了 42 000 余股大通股票。卖空（selling short）是一种若股价下跌便能赚钱的交易方式。操作时需卖出当前非你所有的股票，并期望以后以更低的价格将其购回。卖空时也希望“低买高卖”，只是操作顺序正好相反。

威金对时间的把握恰到好处。在他卖空大通之后，大通的股价立即开始下跌。秋季股市崩盘的时候，大通股票更是直线下挫。11 月平仓时，威金从这次操作中净赚数百万美元。显而易见，利益冲突并未给他带来什么麻烦。说句公道话，应当指出在此期间他在大通股票上一直保持着净多头寸[⊖]，仍是银行的股东。不过，要是依据如今的证券法规，可就不允许公司内幕信息的知情人交易本公司股票，从中牟取短期波动的利润了。

1929 年 9 月 3 日，股市平均指数达到顶峰，这一高点在此后 25 年里一直未被突破。“无穷无尽的繁荣链条”不久就会断裂；一般的工商业活动数月前已开始滑坡。第二天，股市横盘整理。又过了一天，9 月 5 日，股市急剧下跌，人称“巴布森崩盘”（Babson Break）。

“巴布森崩盘”之所以得名，是为了纪念罗杰·巴布森（Roger Babson）。他是一名财务顾问，来自马萨诸塞州的维尔斯利，身体瘦弱，蓄着一撮山羊胡子，长着一副小鬼般的面孔。9 月 5 日这天，巴布森在一个金融午餐会上说：“我要重申去年和前年的此时此刻我曾说过的话，就是崩盘迟早会来临。”对这位著名的“维尔斯

⊖ 净多头寸是指投资者名下持有的股票股数大于融券借来的股票股数，反之则为净空头寸。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利圣人”所作的最新声明，华尔街的专业人士报以惯有的嘲笑。

巴布森的声明意味着几年来他一直在预言崩盘将至，而事实还未证明他是正确的。不过，当天下午2点钟，当巴布森的话被引用在“公告板”纸带（道·琼斯金融新闻纸带是当时全国每家证券经纪公司必备的设施）上时，市场开始大幅跳水。在最后一小时的交易时段里，人们发疯似地交易，美国电报电话公司下跌6个点、西屋电器下跌7个点、美国钢铁下跌9个点。[⊖]这是预言应验的时刻。在“巴布森崩盘”发生后，一个月前还让人完全难以想象的股市崩盘，突然间成了人们讨论的焦点话题。

股市的信心动摇了。9月里，在股市上不好的日子要比好日子多得多。有时候股市会急剧下挫。银行家和政府官员向国人保证没有任何担忧的理由。内在价值理论的先驱者之一、耶鲁大学的欧文·费雪教授亮出了不久便成不朽的观点，他说：“股市已达到一个永不跌落的高位平台。”

到了星期一，即10月21日，上演经典的股市崩盘的舞台业已搭就。股价下跌已导致证券经纪公司要求保证金客户追加更多的保证金。这些客户要么没有资金追加，要么不愿意追加，都被迫卖出股票。这又进一步打压了股价，导致更多的保证金追加要求，最后导致股市呈现恶性循环的抛压之势。

10月21日，交易量陡增至600万余股。自动报价机远远来不及传输股市行情，在全国各地的证券营业部里，无数的人看着纸带滴答滴答地流泻着，个个诚惶诚恐，无不灰心丧气。股市收盘后过了近1小时40分钟，自动报价机才记录完最后一笔交易。

费雪教授坚强不屈，拒绝承认股市下跌，认为这只是“靠保证金投机的极端狂热分子造成的市场震荡”。他进而宣称经济繁荣时期的股票价格尚未赶上股票的真实价值，因此还要走高。他相信，别的且不论，单单禁酒制度带来的好处就尚未在股市中反映出来，这种制度已使美国工人的生产效率更高、更值得信赖。

10月24日即后来所谓的“黑色星期四”，市场成交量接近1 300万股。有时每笔交易会使价格下跌5美元、10美元。很多股票在几小时之内猛跌40个点、50个点。次日，赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）总统做出了他的著名诊断：“美国的一

⊖ 在英文中说个股涨跌多少个点，是指涨跌多少美元。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

般工商业……健康而繁荣。"

1929 年 10 月 29 日，星期二，是纽约证券交易所（NYSE）历史上灾难最为深重的一天。交易所内的恐慌程度只有 1987 年 10 月 19 日和 20 日可与之相比。当天的成交量达 1 640 万股（1929 年 1 600 万股的日成交量，相当于 2010 年数十亿股的日成交量，因为现在纽约证券交易所的上市股票更多了）。股价几乎直线下跌，且跌势不止，表 2-2 显示了 1929 年秋天及其后几年里股价下跌的幅度。到 1932 年股市触底时，除了"没有风险"的美国电报电话公司只损失了 75% 的市值之外，大多数蓝筹股都跌去 95% 以上。

表 2-2　几家大型工业公司股价跌幅

股票名称	1929 年 9 月 3 日①	1929 年 11 月 13 日	1932 年
	最高价（美元）	最低价（美元）	最低价（美元）
美国电报电话公司	304	197.25	70.25
伯利恒钢铁公司	140.375	78.25	7.25
通用电气公司	396.25	168.125	8.5
蒙哥马利沃特公司	137.875	49.25	3.5
全美现金出纳机公司	127.5	59	6.25
美国无线电公司	101	28	2.5

① 所列数值已按 1929 年 9 月 3 日后股票分割和所收股权价值做出调整。

或许对这次灾难性崩盘做出最佳概括的是娱乐业周刊《形形色色》（*Variety*），它以"华尔街溃败"为题作了大力报道。投机狂潮猝死暴毙，数十亿美元的股票市值——连同数百万人的梦想都灰飞烟灭。股市崩盘之后，美国历史上最具灾难性的经济大萧条便接踵而至。

这次又有修正主义史学家指出 20 世纪 20 年代末股市疯狂飙升，看起来非常怪异，但也自有其合理之处。例如，小哈罗德·比尔曼（Harold Bierman, Jr.）在《1929 年的伟大神话》（*The Great Myths of 1929*）一书中说：没有极好的预见能力，显然看不出 1929 年的股票已定价过高。毕竟，一些心智很高的人，如欧文·费雪和约翰·梅纳德·凯恩斯，都认为股票定价合理。比尔曼进而提出，倘若没有不合时宜的货币政策，当时股市弥漫着极度乐观的情绪，甚至可能是很有道理的。在他看来，美国联邦储备委员会为教训投机者而提高利率的政策引发了崩盘。比尔曼的论述中至少有些真实的成分，而且，今天的经济学家也常将造成 20 世纪 30 年代萧条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极为严重的责任归咎于美联储的货币政策，认为这一政策使得货币供应量急剧下降了。尽管如此，历史教导我们股价急剧上涨之后，很少会出现股价逐步回归相对稳定状态的情况。即便经济繁荣持续到20世纪30年代，20年代末的股价上涨也绝对难以为继。

此外，封闭式基金份额（第15章将涉及有关内容）的反常表现提供了确凿证据，证明20世纪20年代股市广泛存在着非理性行为。封闭式基金的“基本”价值取决于基金所持证券的市值。自1930年至今的大部分时间里，这类基金都按其资产价值10%～20%的折扣进行交易。然而，从1929年1月到8月，一般的封闭式基金都按50%的溢价交易。而且，一些最知名基金的溢价更是高得离谱。高盛交易公司（Goldman Sachs Trading Corporation）的交易价是其资产净值的两倍，三角大陆公司（Tri-Continental Corporation）的交易价是其资产净值的256%。这就意味着你可以去找经纪人以当前市价替你购买股票，比如说美国电报电话公司的股票，你也可以通过基金以2.5倍于股票市值的价钱，购买美国电报电话公司的股票。正是非理性的投机热情驱使这些基金的交易价远远超过了基金所持证券的市场价值。

2.4 小结

为何记忆如此短暂？为何这样的投机狂潮似乎与历史的教训如此隔绝？我给不出精当的解答，但我确信伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）[⊖]言之有理，他说研究这些事件会帮助投资者将来在市场上生存下来。根据我个人的经验，在市场上不断输钱的人，正是那些未能抵制郁金香球茎热一类事件且被其冲昏头脑的人。其实，要在股市赚钱也并不难。真正难以避免的是人们受到诱惑时情不自禁地将自己的资金投向短期快速致富的投机盛宴之中。这一教训如此显而易见，然而又常常被人忽视。

⊖ 伯纳德·巴鲁克，1870—1965，华尔街著名投资大师，在第一次世界大战期间及第二次世界大战前后曾任五位美国总统经济顾问。《在股市大崩溃前抛出的人：巴鲁克自传》已由机械工业出版社翻译出版。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章
Chapter 3

20 世纪 60～90 年代的投机泡沫

一切皆有寓意，但愿你能发现。

——刘易斯·卡罗尔（Lewis Carroll）

《爱丽丝漫游奇境记》（*Alice's Adventures in Wonderland*）

大众疯狂的情形，有时的确能让人叹为观止。前文叙述的例子加上其他大量例子，已说服越来越多的人把资金交给专业投资组合经理去打理——这些专业人士管理着大型养老基金、退休基金、共同基金和投资咨询公司。大众可能会疯狂，但机构绝对不会。那好，就让我们来看看机构如何做到心智健全。

3.1 机构心智健全

时至 20 世纪 90 年代，在纽约证券交易所机构交易量已占到了所有交易量的 90% 以上。人们恐怕会以为专业人士思考问题时，既讲究实际又精于计算，他们的存在会保证不再出现历史上曾有过的过度狂热行为。然而，20 世纪 60～90 年代，专业投资者却参与了好几次不同的投机运动。在每一次运动中，专业机构都积极竞购股票，之所以如此，并非因为他们觉得根据坚实基础原则所购股票的价值被低估了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是因为他们预计会有更傻的傻瓜以更高的价格从他们手中接过那些股票。这些投机运动与现今股市直接相关，所以我想，你会发现这次机构之行尤其有用。

3.2 60年代狂飙突进

3.2.1 新 "新时代"：增长型股票热/新股发行热

1959年，我进入华尔街开始了职业生涯，我们就从这一年开始机构之行吧。在那个时候，"增长"是个有魔力的字眼，有着近乎神秘的含义。增长型公司，如IBM和德州仪器，市盈率都在80倍以上（一年以后，它们的市盈率分别变成20多倍和30多倍）。

当时，谁若质疑这样的估值不合理简直会被视为异端。虽然根据坚实基础原则对这样的股价无法做出合理解释，但投资者相信买家仍然会热情地支付更高的价钱。对此，凯恩斯勋爵一定会在经济学家死后都必去的地方，静静地颔首微笑着。

我回想起一件事，情景仿佛就在眼前。我们公司的一位高级合伙人一边摇着头一边承认说：在他认识的人中，没有任何记得1929～1932年股市崩盘往事的人会去买入、持有这些高价成长股。但在市场上，那些雄心勃勃、不守常规的年轻人却有着巨大的影响力。《新闻周刊》引用一位经纪人的话说，"投机者以为无论自己买入什么股票，都会在一夜之间翻倍，可怕的是，这种事居然真的发生了。"

更糟糕的事还在后面。在这狂飙突进的60年代，投资者对所谓太空时代的时髦股票贪得无厌，公司发起人便热切地满足着投资者的渴求，大量发行新股。在1959～1962年，新股发行量比历史上任何时期都要多。新股发行热在程度上可与南海泡沫时期相匹敌，遗憾的是已揭露的欺诈性做法也不亚于南海泡沫时期。

这一时期的新股发行热被称为"电子热"（tronics boom），因为即使公司的业务与电子行业毫无关联，新股名称也常常会含糊其词地将"电子"（electronics）这个词包含进来。认购新股的人并不真正在意公司到底是做什么的，只要公司名称听起来与电子有关、带点儿只有内行才懂的感觉就够了。比如说，美国音乐协会公司（American Music Guild），其业务只是挨家挨户上门推销唱片和留声机，却在"上市"之前把名称改成了"太空音色"，公司股票以每股2美元向公众发行，股价几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周之内便蹿升至 14 美元。

德雷福斯公司（Dreyfus and Company）的杰克·德雷福斯（Jack Dreyfus）对新股发行热作过如下评论：

> 举个例子来说吧。有一家很不错的小公司，40 年来一直生产鞋带儿，股票价格不失体面，是每股盈利的 6 倍。现在公司名称由“鞋带股份有限公司”变更为“电子硅片 Furth-Burners 股份有限公司”。在今天的市场上，“电子”和“硅片”这几个字就值 15 倍市盈率。不过，真正好玩儿的是“furth-burners”这个词，谁也不明白它是什么意思。但一个无人理解的词，却让你有资格把整个市盈率翻一番。这样，鞋带业务有 6 倍市盈率，“电子”和“硅片”有 15 倍市盈率，加在一起总共就有 21 倍市盈率。再加上“furth-burners”，乘以 2 以后，整个新公司的市盈率便达到了 42 倍。

还是让表 3-1 中的数字来说话吧。即使认购像“妈妈做的小甜饼”（Mother's Cookie）这样的公司，也铁定能获得相当大的收益。设想一下，倘若将公司名称定为 Mothertron's Cookitronics，那该何其荣耀！十年后，多数此类公司的股票都跌得几乎一文不值，而今天，这些公司全都销声匿迹了。

表 3-1 几只代表性新股上市后的表现

股票名称	发行日	发行价	首个交易日报买价（美元）	1961 年最高报买价（美元）	1962 年最低报买价（美元）
博登电子	1961 年 3 月 6 日	5.5①	12.25①	24.5①	1.625①
美国地球物理	1960 年 12 月 8 日	14	27	58	9
太空水力技术	1960 年 7 月 19 日	3	7	7	1
妈妈做的小甜饼	1961 年 3 月 8 日	15	23	25	7

① 每股附加一份认股权证。

那么，这一时期证券交易委员会（SEC）在哪里呢？难道新股发行人在发行新股时不得按规定向证券交易委员会申请注册吗？难道不能对发行人（及其承销商）因其虚假、误导性陈述进行处罚吗？答案都是肯定的。证券交易委员会也在其位谋其政，但是根据法律法规，它只能默默地袖手旁观。只要公司准备好（并向投资者提供）符合要求的招股说明书，证券交易委员会就无力阻止投资者自尝苦果。例如，在这一时期很多招股说明书的封面上都用粗体字印有如下类型的警示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险提示：本公司无任何资产、无任何赢利，在可预见的将来也不能支付股利。本公司股票具有高度风险性。

但是，就像烟盒上的警告阻止不了很多人吸烟一样，“投资可能危及你的财富”之类的风险提示也无法阻止投机者放弃自己的金钱。证券交易委员会可以警告傻瓜，但不能禁止傻瓜舍弃自己的金钱。而且，新股认购者如此深信股价会上涨，以至承销商面临的问题不是如何将新股发售出去，而是如何在疯狂的申购者中配售新股。

市场操纵行为和欺诈行为是两码事。对于市场操纵行为，证券交易委员会可予以打击，并且已采取了强力措施。的确，众多没什么名气的证券经纪公司负责了大部分新股的销售，它们还没完全过上体面的日子，就因为在销售过程中操纵股价，被证券交易委员会以各种侵占托管财产的罪名勒令暂停营业。

1962 年，电子热烟消云散。昨日的热门新股在今日成了无人问津的冷饭残羹。很多专业投资者拒绝承认自己不计后果盲目投机的事实；少数人辩称，回望过去说股价何时已过高或过低总是很容易；还有更少的人说看来谁也不知道在任何给定的时点，一只股票的合理价格应该是多少。

3.2.2 集团企业浪潮：协同效应产生巨大能量

金融市场具有一种超强禀赋：如果人们对某种产品存在需求，市场就会创造出这种产品。所有投资者都渴望的产品就是每股盈利的预期增长。如果在公司的名称中无法觅得增长的影子，那么几乎可以肯定会有人另辟蹊径将增长创造出来。到 20 世纪 60 年代中期，富有创造力的创业家的做法表明，增长可以通过协同效应（synergism）创造出来。

协同效应的特质是让 2 加 2 等于 5。因此，盈利能力同为 200 万美元的两家独立公司，合并后便可能产生 500 万美元的合并盈利。这种神奇的、必然带来盈利增长的新发明物叫做集团企业（conglomerate）。

虽然那时的反垄断法禁止大型公司收购业内公司，但收购其他行业的公司还是可行的，不会遭到司法部的干预。公司合并都以产生协同作用的名义予以实施。从表面上看，合并之后，集团企业实现的销售收入和盈利增长会高于单个独立实体可能实现的增长。

事实上，20 世纪 60 年代集团企业浪潮更重要的推动因素是收购公司的过程本身就能制造每股盈利的增长。本来，集团企业的管理人拥有的往往是资本运作方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的专长，欠缺的是提高被收购公司盈利能力所需要的经营才干。他们不费什么力气，稍稍施展一下障眼法，便能将根本就没有合并潜力的一群公司凑合在一起，制造出稳定增长的每股盈利。下面这个例子展示了这种骗人的把戏是如何耍成的。

假设有两家公司——艾博电路公司和贝克尔糖果公司，前者是一家电子企业，后者生产巧克力棒。现在是1965年，两家公司发行在外的股票都是20万股，每年盈利都是100万美元，也就是说每股盈利为5美元。再假定两家公司的业务都不再增长，且无论有无合并两家公司的盈利都将保持现有水平。

不过，两家公司的股价却不同。因为艾博电路公司身处电子行业，市场便赋予它20倍的市盈率，20倍市盈率乘以每股盈利5美元，股价就是100美元。贝克尔糖果公司从事的行业不那么有魅力，市盈率只有10倍，结果每股5美元的盈利只能要求股票定价为50美元。

现在，艾博电路公司的管理层想让公司变成集团企业。他们提出以2:3的换股比例吸收合并贝克尔公司。这样，贝克尔公司股东便可以用每3股总市价150美元的贝克尔公司股票换得总市价为200美元的2股艾博公司的股票。显而易见，贝克尔公司的股东会乐意接受艾博电路公司的合并提议。

如此一来，便有了一家集团企业开始崭露头角，新企业的名称为协同股份有限公司，它目前的基本情况是：发行在外股票333 333股，总盈利200万美元，也就是说每股盈利为6美元。这样，到1966年合并完成时，我们发现每股盈利已从5美元增长到6美元，增长了20%，这一增长似乎表明艾博公司先前20倍的市盈率是合理的。于是乎，协同公司（“婚前”原名为艾博电路）的股价便从100美元涨到120美元，每个人都赚了钱，高高兴兴地回到家中。此外，被收购公司贝克尔的股东在卖出合并后新公司的股票之前，不必就其所得支付任何税收。表3-2的上面三行说明了这宗交易的情况。

一年之后，协同公司发现了查理公司，这家公司盈利100万美元，发行在外股票为10万股，也就是说每股盈利10美元。查理公司从事风险相对较高的军事装备行业，所以股票只能要求10倍市盈率，从而股价为100美元。协同公司提出以1:1的换股比例收购查理公司。查理公司的股东非常乐意用自己每股价值100美元的股票换取这家集团企业每股价值120美元的股票。到1967年年底，合并后的公司有300万美元的盈利，发行在外股票433 333股，每股盈利6.92美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-2 艾博电路公司的购并过程

	公司名称	盈利水平（万美元）	已发行股票（股）	每股盈利（美元）	市盈率（倍）	股价（美元）
1965 年合并前	艾博	100	200 000	5	20	100
	贝克尔	100	200 000	5	10	50
1966 年第一次合并后	协同（艾博与贝克尔合并）	200	333 333①	6	20	120
	查理	100	100 000	10	10	100
1967 年第二次合并后	协同（艾博、贝克尔和查理合并）	300	433 333②	6.92	20	138.4

① 艾博公司原有发行在外股票 200 000 股，加上根据合并条款用以交换 200 000 股贝克尔公司股票的 133 333 股新印制的艾博公司股票。
② 333 333 股协同公司股票，加上用以交换查理公司股票的 100 000 股新印制的协同公司股票。

从这个案例中，我们可以看出集团企业的的确确制造出了增长。实际上，三家公司的盈利一家也没有增长；然而，仅仅是因为有了合并交易，这家集团企业便获得了如表 3-3 中所示的盈利增长。协同公司是一只增长型股票，看来超凡出众的业绩记录使它赢得了一个很高的市盈率，甚至还可能不断提高。

表 3-3 集团企业每股盈利 （单位：美元）

	1965 年	1966 年	1967 年
协同股份有限公司	5	6	6.92

这种把戏之所以奏效，其诀窍在于这家电子公司能够以其市盈率倍数较高的股票，去换取另一家公司市盈率倍数较低的股票。糖果公司只能以 10 倍的价钱“出售”其盈利，但是，其盈利廷给电子公司，算出平均值之后，电子公司的总盈利（包括销售巧克力棒所获得盈利）却可以卖到 20 倍的价钱。协同公司收购的公司越多，每股盈利增长的速度就会越快，股票也因此看起来更有吸引力，从而证明了高倍市盈率爰得其所。

整个情形宛如一封连锁信——只要收购公司的数目保持指数增长，就不会有人受到伤害。虽然这个过程不可能长期持续下去，但对于一开始便介入其中的投资者来说，可能获得的收益却是好得令人难以想象。我们似乎很难相信华尔街的专业投资者会上集团企业骗局的当，自己却还承认被骗了数年之久。或许作为空中楼阁理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论的支持者，他们只相信其他人也会上这种骗局的当。

协同公司的故事描述了集团企业盈利“增长”的一般策略。当时市场上还有许多其他骗人的把戏。可转换债券（或可转换优先股）就常常被用来代替普通股作为收购公司时的支付手段。可转换债券是公司的一种借据，按固定利率支付利息，可由持有人选择转换为公司的普通股。只要新收购子公司的盈利大于可转换债券应付的相对较低的利息，以这种方式收购公司就可能使每股盈利的增长速度显著地高于前面演示的直接换股方式。这是因为并非必须先发行新的普通股才能完成并购，这样合并后的总盈利就被更小的股本数所除，每股盈利就会更高。

有家公司在为收购计划进行的融资中表现出了极大的创造性。这家公司使用的是不支付任何现金股利的可转换优先股。[⊖]但是，转换比例要一年调整一次，以确保每年优先股可转换成更多的普通股。华尔街年纪稍长一些的专业人士都对这种骗人的小伎俩摇头质疑。

如果债券持有人或优先股持有人将债券或优先股转换成普通股，很难相信投资者不会因新的普通股发行带来潜在稀释影响而尝到苦头。的确，因为出现了这些操纵行为，现在法律已规定公司必须考虑发生潜在转股而增发的普通股数量，报告“充分稀释后”的每股盈利。但是，在20世纪60年代中期，大部分投资者却忽略了这些细节，只要看到盈利稳定地快速上升就心满意足。

自动喷洒器公司（Automatic Sprinkler Corporation）是一个真实的例子，说明了制造盈利增长的把戏是如何耍成的。该公司后来更名为A-T-O公司，再后来，在谦虚的首席执行官菲吉先生的敦促之下，又更名为菲吉国际（Figgie International）。1963～1968年，自动喷洒器公司的销售额增长了14倍多，之所以有这样的惊人业绩，只是因为公司进行了收购运作。1967年中期，在短短25天时间里公司完成了4次并购。这几家新收购公司的市盈率都相对较低，因而有助于自动喷洒器公司制造每股盈利的大幅增长。市场对这种“增长”做出了强烈反应，人们踊跃购买股票，致使公司1967年的市盈率达到了50多倍，股价由1963年的8美元左右，涨到1967年的73.625美元。

⊖ 可转换优先股类似于可转换债券，因为优先股的股利是公司的一项固定义务。但是，优先股的本金和股利都不被视为公司的债务，所以公司通常拥有更大的自由度，可不予支付股利。当然，在上面的例子中，根本就不支付现金股利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了帮助华尔街建造空中楼阁，自动喷洒器公司总裁菲吉先生展开了必要的公关活动。他在各种谈话场合自动喷洒着自我保护的措辞，谈论呈现自由形态的本公司如何能量充沛、如何应对变化和技术带来的挑战。他还小心翼翼地特别指出，每收购一家公司他都会先考察二三十家公司才作最后定夺。华尔街对他嘴巴里喷出的每个字都喜爱有加。

菲吉先生并非唯一欺骗华尔街的人。其他集团企业的管理人在迷惑投资界的过程中，几乎创造了一种全新的语言。他们谈论市场矩阵、核心技术支点、模块化构成要素、核子增长理论。虽然华尔街专业人士谁也没有真正弄懂这些话的意思，但对于身处技术主流之中，他们感到既惬意又温暖。

集团企业管理人还发现了一种新方法，用以描述他们所收购的企业。他们收购的造船厂变成了“船舶系统”、锌矿采掘场变成了“太空矿物分部”、钢铁制造厂变成了“材料技术分部”、照明设备公司或制锁公司变成了“防护性服务分部”的一部分。若有哪位“不识相”的证券分析师（通常毕业于纽约城市学院一类学校，而非哈佛商学院之类的名校出身）胆敢放肆，问及如何让铸造厂或肉类加工厂实现15% ~20% 的增长，集团企业管理人一般都会告诉他说，效率专家已剥离了数百万美元的额外成本，市场调研已发现了好些杳无人迹的新市场，利润率在两年之内可以轻而易举地翻两番。集团企业的股票市盈率并未随着并购交易的活跃而下降，反而在一段时间里随之升高了。表 3-4 列示了 1967 年几家集团企业的股价和市盈率。

表 3-4 几家集团企业的股价和市盈率（1967 年）

股票名称	1967 年最高价（美元）	1967 年市盈率（倍）	1969 年最低价（美元）	1969 年市盈率（倍）
自动喷洒器（A-T-O 公司）	73.625	51.0	10.875	13.4
利顿工业公司	120.5	44.1	55	14.4
特利达因公司	71.5①	55.8	28.25	14.2

① 已根据之后发生的股票分割做出调整。

1968 年 1 月 19 日，集团企业演奏的欢快乐章突然间放缓了节奏。这一天，集团企业的祖师爷利顿工业公司（Litton Industries）对外宣布，本年二季度的盈利将大大低于预测。近十年来，这家集团企业的盈利每年都以 20% 的速度增长。市场对该公司制造增长的炼金术已深信不疑，以致消息一出，人们报之以怀疑和震惊。抛售狂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潮随之而来，集团企业板块股票急挫近 40%，才无力地小幅反弹。

更糟糕的事还在后头。7 月，联邦交易委员会宣布将深入调查集团企业的并购活动，集团企业板块股票再次应声急跌。证券交易委员会和会计界也终于采取行动，开始努力澄清关于公司并购交易的信息报告技术，卖盘如洪水般汹涌而至。此后不久，证券交易委员会和负责反垄断的首席检察官助理表示强烈关注日益升级的公司并购活动。

在集团企业风潮这一投机阶段的末期，暴露了两个令人不安的问题。首先，集团企业并非总能控制自己疆域辽阔的帝国。的确，投资者对集团企业创造的数学新法则，已不再执迷不悟，他们知道 2 加 2 当然不等于 5，甚至有些投资者还怀疑 2 加 2 能否得到 4。其次，政府和会计界对日益加快的并购步伐和可能存在的违规行为表示了真切关注。这两个问题促使投资者抛售股票，从而降低了（在大多数个股上消除了）只是因预计收购过程本身会产生盈利而付出的高倍市盈率。如此一来，盈利增长的炼金术便几乎不可能施展，因为要使骗人的阴谋得逞，收购方公司的市盈率必须高于被收购方公司的市盈率。

这段历史还有一个有趣的脚注。20 世纪 90 年代和 21 世纪初，“去集团化”（de-conglomeration）开始流行起来。很多老集团企业为了提高盈利水平，开始把与核心业务无关、业绩糟糕的已被收购公司剥离出去。

很多剥离出售的交易是通过一种非常流行的金融创新——杠杆收购（LBO）来融资的。在杠杆收购的操作中，收购方常常是被出售子公司的管理层，他们接受专业杠杆收购顾问的协助，只拿出一点点钱作为股本，完成整个交易所需的 90% 以上的资金都是通过借款筹得。税务部门为帮助被收购的实体解决难题，允许其提高可折旧资产基数的价值。高额利息支出和更高的折旧费合在一起可确保新实体在一段时间内，税收负担很轻或根本就不用交税。如果一切顺利，新实体的所有者就像捡到被风吹落的大量果实一样，可以收获大笔意外之财。美国前财政部长威廉・西蒙（William Simon）在 20 世纪 80 年代最早的一次杠杆收购交易中就发了一笔数百万美元的横财，当时被收购的是吉布森贺卡公司（Gibson Greeting Cards）。事实证明 20 世纪 80 年代发生的早期杠杆收购交易很多是非常成功的。但是，在这十年的晚些时候，随着杠杆收购浪潮一浪高过一浪，收购公司所支付的价款和相关负债水平不断上升，达到预期效果的杠杆收购交易越来越少了。20 世纪 80 年代末和 90 年代初，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国经济发展已不如之前那么强劲，债台高筑的公司还得支付高额的固定利息，从而陷入了相当严重的财务困境。在20世纪90年代初，一些最臭名昭著的杠杆收购交易引发的金融核爆尘埃，不仅伤害了很多个人投资者，也伤害了很多银行和人寿保险公司。

3.2.3 业绩为王：概念股泡沫

随着集团企业幻梦的纷纷破灭，投资基金的经理们发现了另一个充满魔力的字眼——“业绩”。很显然，如果一家共同基金投资组合中的股票比其竞争对手投资组合中的股票增值得更快，那么其基金份额就更容易出售。

的确，有些基金业绩优异——至少在短时间内表现很突出。弗雷德·卡尔（Fred Carr）领导的开创基金（Enterprise Fund）在竞争中广受关注，1967年斩获了117%的总回报率（包括股利和资本利得），1968年又实现了44%的回报率。同期标准普尔500股票指数的收益率则分别是25%和11%。优异的业绩为开创基金带来了大量新资金。大众觉得把赌注押在赛马骑师身上，而不是在赛马身上，才是时尚的做法。

开创基金的骑师们是如何施展身手的呢？他们在投资组合中集中持有充满活力的股票，这些股票可以道出娓娓动听的故事，而一旦发现更加动听的故事初露端倪，他们便迅速出手，调仓换股。这种投资策略一时间颇为奏效，引来其他很多基金纷纷效尤。很快，这些追随者就赢得了“摇摆舞基金”（go-go funds）的荣誉称号，基金经理也常常被称为“年轻的熟练枪手”。大众用来投资的钱纷纷流入风险最高的“业绩基金”手中。

于是，20世纪60年代末，业绩为王的投资理念风靡华尔街。由于眼前的业绩尤为重要（此时，投资服务机构已开始公布共同基金每月业绩排名），基金的最佳策略便是买入这样的股票：具有激动人心的概念，能讲出令人信服的好故事，市场现在就能领略到这些特点，而不是要等到很远的将来。因此，所谓的概念股便应运而生了。

但是，即便故事并非完全可信，只要基金经理确信人们将普遍认为其他人会普遍相信这个故事就成，仅此而已，无须别的条件。财经书籍作者马丁·迈耶（Martin Mayer），曾引用一位基金经理的话说：“既然我们先听到这个故事，我们便可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为在接下来的几天里有足够多的人也会听到，结果股价就会上涨，即使这个故事证明是子虚乌有，又有何妨。”很多华尔街人把这种做法视为一种好得无以复加的新投资策略，其实，约翰·梅纳德·凯恩斯早在1936年就发现了它的所有奥妙。

看看柯迪斯 W. 雷德尔（Cortes W. Randell）的故事吧。此人抛出的概念是为开发年轻人市场而打造一家富有青春活力的公司。他是全美学生营销公司（National Student Marketing，NSM）的创始人、总裁和大股东。首先，他推销了一种自我形象——富有且成功。他拥有一架名为史努比的白色 Learjet 喷气式私人飞机，在纽约华尔道夫大厦（Waldorf Towers）有一套公寓，在弗吉尼亚州有一座带有模拟地牢的城堡，还有一只能睡12个人的游艇。为了强化自我形象，他还在办公室的房门上撑着一套昂贵的高尔夫球杆。看上去，只有在夜间当办公室清洁工沿着地毯清除一叠叠废纸时，这套球杆才会派上用场。雷德尔把大部分时间都用来与机构投资者的基金经理打交道，或者亲自走访他们，或者在 Learjet 私人飞机上给他们打空中电话，他按照南海泡沫时期发起人的传统兜售自己的全美学生营销这一概念。“巡回布道”是雷德尔真正与生俱来的得心应手的本领。华尔街从雷德尔处购来的概念便是单单一家公司就能专门做到满足年轻人的需要。就像20世纪60年代一般的集团企业所做的那样，全美学生营销公司早期的盈利增长是通过并购的途径获得的。不同之处在于雷德尔所并购的每一家公司都与大学适龄青年的市场或多或少都有些联系，比如海报、唱片、长袖运动衫、提供暑期工作的工商企业名录，等等。对于富有青春活力的熟练枪手来说，还有什么比开发和利用年轻人亚文化、为年轻人提供全方位服务、以年轻人为导向的概念股更有迷人的魅力呢？充满溢美之词的新闻报道和雷德尔为公司所作的盈利预测，都对未来越来越乐观。

表3-5清楚地说明机构投资者在建造空中楼阁方面至少不输给一般大众，也是行家里手。

表3-5 机构投资者参与建造空中楼阁

股票名称	1968～1969年最高价（美元）	最高市盈率（倍）	1969年年末机构持有者数目（家）	1970年最低价（美元）	下跌幅度（%）
全美学生营销	35.25①	117	31	0.875	98
业绩系统	23	∞	13	0.125	99

① 已根据之后发生的股票分割作出调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我最喜欢讲的例子与曼尼皮尔公司（Minnie Pearl）有关。曼尼皮尔是一家出售快餐特许经营权的公司。为了取悦金融界，曼尼皮尔快餐连锁店的鸡肉摇身一变成了“业绩系统”（Performance Systems）。毕竟在以业绩为导向的投资者眼里，还有什么更好的名称可选吗？在华尔街，一支玫瑰叫什么名字都比不上叫“业绩系统”来得芳香甜美。在表 3-5“最高市盈率”一列中，该公司的数据是∞，即无穷大。1968 年公司股价达到最高点时，公司根本就没有任何盈利可以作为股价的除数。如表 3-5 所示，两家公司都失败了，而且败得极为惨烈。

为什么这些股票表现如此之差？概而言之，一个原因是它们的市盈率已膨胀到了不合理的高度。如果一只股票的市盈率由 100 倍降到更为正常的 20 倍，那么你在这只股票上的投资就损失了 80%。另外，当时多数概念股公司在经营上都遭遇了严重困难，其原因各种各样，如扩张速度过快、负债过多、管理失控，等等，不一而足。这些公司的高管主要都是公司的发起人，他们都不是精打细算会经营的经理。欺诈性做法也很常见，例如，全美学生营销公司的柯迪斯·雷德尔承认犯有财务欺诈罪，因此入狱服刑了 8 个月。

3.3 70 年代“漂亮 50”

20 世纪 70 年代，华尔街专业人士立誓要回归“明智合理的投资原则”。于是，概念股不时兴了，蓝筹股成了时尚。蓝筹公司绝不会像 60 年代最受青睐的投机性公司一样轰然倒台。最谨慎的做法莫过于买入蓝筹公司的股票，然后在高尔夫球场休闲放松。

当时，这种优质增长股只有 50 只左右。它们的名字都耳熟能详——有 IBM、施乐、雅芳、柯达、麦当劳、宝丽莱、迪士尼，等等，它们被统称为“漂亮 50”（Nifty Fifty）。这些股票都是“大盘股”（big capitalization），这意味着一家机构投资者可以重仓买入股票，同时又不会使股价产生大幅波动。再者，因为多数专业人士认识到即便选择恰当时机建仓并非不可能，但也很难做到，所以这些股票在他们看来就很有意义。因此买入时的价格暂时过高，又有什么关系？事实已证明这些股票都是成长股，现在支付的过高价格迟早会证明是合理的。此外，这些股票好比祖传珍宝，永远不会卖掉，因而也被称为“一次性抉择股”。你只需做一次买入的抉择，从此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的投资组合管理问题就一劳永逸地解决了。

另一方面，这些股票还像儿童抱着抚摸的安乐毯一样会使机构投资者感到舒适安逸。它们都是非常可敬的优质股。你的同事绝不可能质疑你投资了 IBM，说你不够谨慎。当然，如果 IBM 倒闭了，你肯定会血本无归，但这样赔了钱是不会被看做不慎重的（而投资于业绩系统或全美学生营销公司赔钱了，可要被视为有欠慎重）。就像赛狗在比赛中追赶机器兔一样，大型养老基金、保险公司和银行信托基金都拼命地买入"漂亮 50"一次性抉择成长股。尽管让人难以置信，但机构投资者确实开始投机蓝筹股了。我们从表 3-6 中可以看出这一点。机构投资经理全然漠视了一个事实：任何规模可观的公司都不可能保持足够的增长速度来支撑 80 倍或 90 倍的市盈率。这些经理的作为再次验证了一句格言：包装精美的愚蠢听起来可以像智慧。

表 3-6　"漂亮 50"不再漂亮

股票名称	1972 年市盈率（倍）	1980 年市盈率（倍）
索尼	92	17
宝丽莱	90	16
麦当劳	83	9
国际香料	81	12
迪士尼	76	11
惠普	65	18

"漂亮 50"热潮像其他一切投机狂潮一样终结了。正是那些对"漂亮 50"顶礼膜拜的机构投资经理认清了这些股票已定价过高，又一次做出了抉择——卖出股票。在接下来的股市崩盘中，这些极品成长股完全失去了往日的宠幸。

3.4　80 年代喧嚣扰攘

3.4.1　新股发行热再度甚嚣尘上

1983 年上半年的高科技新股发行热几乎是 20 世纪 60 年代新股发行热的完美翻版，只是新股名称稍稍有些改变，体现了生物技术和微电子这两个新领域。另一方面，1983 年新股发行热又使 60 年代的公司发起人自愧弗如，1983 年全年新股发行融资额超过了此前十年间所有新股发行的累计总额。对于投资者来说，IPO 是城里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

玩得最热门的游戏。

举例子来说吧，有一家公司"计划"批量生产名叫安德鲁机器人（Androbot）的私人用机器人，新泽西州一家叫做让你吃饱喝足的公司（Stuff Your Face, Inc.）只有三处连锁餐馆，诸如此类的公司都在积极准备发行新股，可见当时新股发行热何其高涨。的确，新股发行热延伸到了"优质公司"的股票发行，如艺术品收购公司（Fine Art Acquisitions）。这不是什么俗气的沿街叫卖折扣服装的小商贩，或生产电脑硬件的企业，而是一家真正具有审美能力的艺术型公司。该公司的招股书告诉我们，公司业务是收购和出售精美印刷品，以及呈现装饰派艺术风格的雕塑复制品。公司的一项重要资产是波姬·小丝（Brooke Shields）的一组裸体照片，这组照片大约拍摄于她坐在婴儿车里与进入普林斯顿大学读书之间的中间阶段。这些照片最初为一名男子所有，他叫盖瑞·格罗斯（Garry Gross）——这绝对是实情。虽然艺术品收购公司不觉得使用波姬·小丝11岁还未进入青春期的照片有什么不妥，但她的母亲可不这么认为。这事争执到最后，结局对波姬·小丝来说是很愉快的：照片返还给了格罗斯，永远不给艺术品收购公司拿出去销售。这种结局对于艺术品收购公司却没那么让人开心，对于新股发行热期间其他多数新股来说，也不是什么好消息。艺术品收购公司变形为 Dyansen Corporation 公司，在富丽堂皇的特伦普大厦（Trump Tower）里设有画廊，最后于1993年在克莱斯勒信贷公司所做的一宗贷款上违了约，未能偿还债务。

很可能是穆罕默德·阿里国际游乐中心公司（Muhammad Ali Arcades International）的首次公开募股弄爆了这场新股发行泡沫。该公司股票与同一时期其他垃圾新股相比，并没有什么特别之处。不过，这次发行之所以别具一格，是因为这次发行说明了一分钱仍能买到很多东西。公司提交的发行方案是以区区一分钱的价格发行数单位复合股权凭证，每单位由一股股票与两股认购权证构成。当然，这还是内部人最近认购价的333倍价钱，不过这还谈不上有什么不正常，而当人们发现连拳王本人都抵制住诱惑，一股也不认购以自己名字命名的公司的股票时，投资者便开始审视自己所处的股市环境了。审视一番之后，多数投资者都厌恶自己所看清的一切。结果，小盘股板块整体出现大幅下跌，其中首次公开发行的小盘股价格跌得尤其惨重。在一年的时间里，许多投资者损失了多达90%的资金。

在穆罕默德·阿里国际游乐中心公司招股说明书的封面上，呈现的画面是前拳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

王挺立在被击倒的对手身旁。阿里刚出道时常常声称他可以“像蝴蝶飞舞一样飘然滑步，如蜜蜂蜇人一般迅即出拳”。后来的结局是阿里游乐中心的股票根本就没得到“飘然滑步”[㊀]的机会（安德鲁机器人公司也一样，本来它的股票发行时间定在1983年7月）。不过，其他许多公司都得以发行上市，特别是那些处于技术前沿的公司。正如过去一次又一次发生过的那样，这次被蜇伤的又是投资者。

3.4.2 概念股再次征服市场：生物技术股泡沫

生物技术之于20世纪80年代，正如电子之于20世纪60年代。人们将生物技术革命与电脑革命相提并论。对基因嫁接技术前景所抱有的乐观态度也反映在生物技术公司的股价上。

1980年，生物技术行业的旗舰企业基因技术公司（Genentech）隆重上市。在首个交易日的最初20分钟内，基因技术公司的股价几乎涨了2倍。其他生物技术公司发行的新股也都被饥饿的投资者狼吞虎咽般一扫而光，因为他们觉得自己看到了一个机会，一开始便可以介入一个价值数百亿美元的新兴产业。推动第一波生物技术浪潮的关键产品是一种抗癌类药物——干扰素。证券分析师预测干扰素的销售额到1982年将超过10亿美元（实际上，这种产品的销售额在1989年勉强够2亿美元，但这无法阻止人们去建造空中楼阁）。分析师不断地预测说，两年之后生物技术公司的盈利将会出现爆炸式增长。然而，分析师也不断地失望了。不过，生物技术革命是实实在在的，即便实力很弱的公司也在生物技术潜力的荫庇之下获得了益处。

生物技术股票的估值水平达到了前所未有的高度。20世纪60年代，投机性成长股可能卖到了盈利的50倍，而在20世纪80年代，一些生物技术股却卖到了销售额的50倍。我对估值方法非常感兴趣，着迷于阅读有关资料，看证券分析师对这些股价如何做出合理的解释。因为一般而言，生物技术公司当前都没有盈利（说实在的，预计未来几年也不会有盈利），销售额很低，所以不得不对它们设计新的估值方法。我最想讲的估值方法是由华尔街一家顶级券商推荐的“产品资产估值法”。大

㊀ 在本段的英文原文中，作者一语双关，用到了float一词的两个语义：飘然、优雅地移动；使证券首次公开发行。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致说来，这种估值方法就是对每家生物技术公司“尚在输送管道中”[㊀]的所有产品的价值进行估计。即便计划中的产品还不过是某个基因工程师画的草图，也对八字没一撇的产品估计其潜在的销售额和利润率。如此一来，“尚在输送管道中”的产品的总价值便能使分析师有个相当清晰的认识，知道该公司的股票应该定价多少。

或许美国食品药品管理局（FDA）会推迟颁发生产许可证（干扰素的获准生产就曾被推迟数年）。市场承受得了预计会高得吓人的药品价格吗？实际上每种产品都有好几家公司在同时开发，那么有可能得到专利保护吗？专利冲突是否不可避免呢？药品获得成功之后产生的很大一部分潜在利润会不会被虹吸到生物技术公司的市场营销合作伙伴（通常是大型制药公司）的手中呢？20 世纪 80 年代中期，所有这些潜在问题似乎都不会真正发生。的确，有位分析师认为生物技术公司的股票比一般制药公司的股票风险还要小，因为“生物技术公司没有因销售收入下降而需要抵消的老产品”。按照他的说法，我们兜了一圈又回到了原位——销售额和盈利为正反而是个缺点，因为利润在将来可能会下降。但是，在 20 世纪 80 年代后期，多数生物技术股跌去了 3/4 的市值。即便是实实在在发生的技术革命，也并不能保证投资者能从中获得收益。

3.4.3 ZZZZ Best 公司泡沫

ZZZZ Best 公司的传奇好比霍雷肖·阿尔杰（Horatio Alger）笔下一个令人难以置信的故事，曾俘获了投资者的心。[㊁]在还没学会刮胡子就已快速发财致富的创业家之中，巴里·明克（Barry Minkow）是 20 世纪 80 年代一位真正的传奇人物。明克的创业家生涯始于 9 岁那年。家里没钱为他请保姆，他便经常到妈妈经营的地毯清洗店里干活。在店里，他开始打电话招揽生意。到 10 岁时，他已动手清洗地毯了。在接下来的 4 年时间里，他利用晚上和暑假的时间在店里打工，攒下了 6 000 美元。到 15 岁时，他买了一些蒸汽清洁设备，在自家的车库里办起了自己的地毯清洁公司，公司的名称叫 ZZZZ Best。因为还在读高中，又没到法定开车年龄，明克便雇了一帮人上门取地毯和清洗地毯，自己则坐在课堂里愁着怎么给工人发放每周的薪水。他

㊀ “尚在输送管道中”，即尚在计划、设计、研制等前期准备过程中。——译者注

㊁ 霍雷肖·阿尔杰，1832—1899，美国著名作家，其小说主角通常是出身贫寒、诚实守信的青少年，他们通过不懈努力，克服重重困难获得商业上的成功。作家也写过几部令人称道的关于白手起家的政治领袖的传记。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把日程安排得很紧，整天忙碌，公司的生意便渐渐火了起来。他还雇请父母来公司里工作，对此他感到很自豪。18岁时，明克成了百万富翁。

明克对工作永不餍足的胃口，也使他做起了自我推销。他开着一辆红色法拉利跑车，住在一座豪宅里，宅里有个大泳池，池子的底部漆着一个大大的“Z”字。他写了一本书，名为《在美国发财致富》（*Making It in America*），他在书中声称，当今十几岁的人都不够勤奋刻苦。他向慈善机构慷慨捐款，在反毒品的电视公益广告中亮相，广告的口号是：“我行为清白，你呢？”到这个时候，ZZZZ Best公司已有雇员1 300人，营业场所遍及加利福尼亚州，在亚利桑那州和内华达州也有营业场所。

对于一家再普通不过的地毯清洁公司来说，100多倍的市盈率是否过高呢？当然不高，因为掌管这家公司的是一个光彩照人的成功企业家，而且此人也展现了强硬的作风。明克最爱对雇员说的一句“台词”是：“要么跟我走，要么你走人。”有一次，他还扬言说，即使自己的老妈违背公司的规定，也照样让她走人。当明克告诉华尔街自己的公司经营得比IBM还好、注定要成为“地毯清洁行业的通用汽车”时，投资者都全神贯注地洗耳恭听。有位证券分析师这样对我说：“这家公司肯定错不了！”

1987年，明克的泡沫突然爆裂了，让人震惊不已。原来，ZZZZ Best公司不仅洗地毯，还洗钱。公司被控为有组织的犯罪人物提供掩护，这些人常用“脏钱”为公司购买设备，然后从公司合法的地毯清洁业务收入中抽取“干净钱”，换回在设备上的投资。公司的强劲成长主要是通过假合同、虚造的信用卡收费以及其他此类欺骗手段制造出来的。整个操作过程就是一个巨大的“庞氏骗局”：左手从一批投资者手中骗取资金，右手又将资金转付给另一批投资者，如此循环不已。此外，明克还受指控将公司账上的数百万资金挪作私用。明克以及ZZZZ Best公司所有的投资者都遇到了天大的麻烦。

明克的故事下一节发生在1989年。这年，明克23岁，被判犯有57桩欺诈罪、入狱服刑25年、归还其盗用的公司财产2 600万美元。明克请求从宽处理，美国地区法院的法官驳回请求，对他说：“你是个危险分子，因为你有三寸不烂之舌，有善于沟通的能力。”法官又补充说：“你没有良心。”

但是，故事并未就此结束。在兰波克联邦监狱54个月的铁窗洗礼中，明克重生为一名基督信徒，并从杰瑞·福尔韦尔（Jerry Falwell）创立的自由大学（Liberty University）获得了函授学士和硕士学位。1994年12月，他获释出狱，成了加利福尼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亚州社区圣经教堂的高级牧师，以其狂热宣讲的一贯风格，吸引着教友凝神谛听。明克还变成了只有孤家寡人的传媒集团企业，运用别具一格的沟通技巧向人们高声宣讲自己如何一再欺诈大众，而又久久没有东窗事发。他写了好几本书，其中包括《洗心革面》（*Cleaning Up*）和《倒下了，但并未出局》（*Down, But Not Out*）。曾有一段时间他每天主持一档全国联播的广播节目，平时则利用充满魅力的口才，成为广受欢迎的演讲者。他还被联邦调查局聘为特别顾问，提供如何发现欺诈行为的咨询。2006 年，当年控告明克的詹姆斯·阿斯伯杰（James Asperger）撰文写道："巴里·明克已获得新生，他的个人生活发生了彻底改变，协助破获的欺诈罪案也比他本人以前犯下的要多。" 2010 年，电影《明克》发行上映。根据宣传，影片是"讲述了一个赎罪和启迪人心的故事"。

3.5 历史的教训

股市历史给我们的教训非常清楚。在对股票进行定价时，投资者中流行的观念可能而且经常会起到关键性的作用。有时候，股市的运行就很符合空中楼阁理论所做的阐述。正因为如此，投资游戏有时可能会极其危险。

另一个需高度重视的教训是，如今在购买"热门新股"时投资者应多加小心。多数首次公开发行的新股，其表现均不如市场整体。而且，如果你在新股上市交易之后购买，通常都会支付较高的价格，那你就更可能会遭受损失。投资者对待新股应持有一定的怀疑态度，这才是健康的投资心态。

的确，过去的投资者利用 IPO 建造了很多空中楼阁。请记住，IPO 新股的主要抛售者正是公司的管理层。他们力图把握时机，或随着公司发展达到高峰，或当投资者热情高涨地追逐某个流行热点时，抛售自己持有的本公司股票。在这样的情况下，对投资者来说，追赶潮流的急切心情——哪怕是追逐高成长行业的股票，只会带来无利可图的忙忙碌碌。

日本房地产泡沫和股市泡沫

行文至此，我在本章谈的都是发生在美国的投机泡沫。必须指出美国并非绝无仅有。的确，在 20 世纪后期，日本的房地产和股票市场就发生和爆裂过一场最大的泡沫。1955～1990 年，日本的房地产价格上涨了 75 倍以上。据估计，截至 1990 年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本所有房地产的总值接近 20 万亿美元——相当于 20% 多的全球财富，或相当于全球股市总市值的 2 倍。若以国土面积衡量，美国比日本大 25 倍，而在 1990 年，日本的房地产价值估计等于美国的 5 倍。从理论上说，日本人靠卖掉国际大都市东京，就能用所得资金买下美国的所有房地产；倘若按评估值卖掉日本皇宫及其所占土地，就能筹集足够资金买下整个的加利福尼亚州。

日本股票价格就像无风天气里的氦气球一样不断攀升。1955～1990 年，股价飙升到了 100 倍之高。1989 年 12 月，日本股市攀上顶峰，总市值达到 4 万亿美元，几乎相当于美国所有股票价值的 1.5 倍，接近全球股市总市值的 45%。看到这样的情形，遵循坚实基础理论的投资者都惊得目瞪口呆。他们从报纸上看到日本股票的如下数据，无不惊慌失措：市盈率高达 60 多倍、股价几乎是账面价值的 5 倍或股利的 200 多倍。相比之下，美国股票的市盈率大约为 15 倍，英国伦敦股票市场的市盈率为 12 倍。如果把具体公司拿来作比较，日本公司的股票价格更是高得离谱。例如，日本的电话业巨头 NNT 公司，在这场狂潮中进行了私有化，其股票市值超过了美国电报电话、IBM、埃克森、通用电气和通用汽车的市值总和。

对于所有能提出的合理的反对意见，支持股市上涨的人都水来土掩，应对裕如。市盈率是不是高到九霄云外了？“不，”株投町（Kabuto-cho，日本的“华尔街”）的证券营销人员说，“日本的市盈率相对于美国还是低估了，因为日本公司计提的折旧费过高，而且在日本公司的盈利中并未计入拥有部分股权的联营公司的应收投资收益”。如果把这两个因素造成的影响考虑进来，调整后的市盈率就会低得多。股利收益率大大低于 0.5%，是否低得不合情理？答曰：这正反映了此时日本的低利率状况。股价达到了资产价值的 5 倍，是不是很危险？一点儿也不危险。资产的账面价值并未反映日本公司所拥有土地的大幅升值。对于日本土地的超高价格水平，他们则从这样两个方面进行“解释”：一来日本人口密度大，二来各种监管规定和税收法规限制了可居住土地的使用。

事实上，为房地产和股票价格飞涨给出的“解释”都站不住脚。即便将公司盈利做出调整，市盈率仍然远远高于其他国家的水平，与其本国的历史相比，也膨胀得惊人。而且，日本公司的盈利能力一直在下降，日元坚挺必定会使日本公司的产品出口更加困难。尽管土地在日本是稀缺资源，但日本的制造业公司，比如汽车制造商，在海外找到了充足且价格有吸引力的新工厂用地。租金收入的上涨幅度远低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于土地价值的上涨幅度，这表明房地产的收益率在下滑。最后，一直在支撑市场上涨的低利率，也于1989年开始上升了。

有些投机者曾得出结论认为金融万有引力定律这一基本规律不适用于日本。然而，令他们备感痛苦的是，1990年，伊萨克·牛顿还是驾临日本了。有意思的是，让那只苹果坠落下来的正是日本政府。日本银行（日本的中央银行）发现，在为土地和股票价格暴涨提供资金支持的贷款狂热和流动性过剩的大背景之下，物价普遍上涨这个丑恶的幽灵正在搬弄是非，搅得人心浮动。于是，日本银行开始控制信贷规模，并上调利率，以期遏制房地产价格的进一步上涨，使股票市场实现平稳降温。

股市并未实现软着陆，而是彻底崩盘了。股市下跌的幅度几乎与美国1929年年末至1932年中期发生的股市大崩盘一样深重。20世纪80年代的最后一个交易日，日本股市指数（日经指数）达到近40 000点的高度。1992年8月中旬，该指数已跌至14 309点，跌幅约达63%。相比之下，美国道琼斯工业平均指数从1929年12月到1932年夏季的最低点下跌了66%（尽管从1929年9月算起下跌了80%多）。图3-1非常戏剧性地说明20世纪80年代中后期的股价上涨反映了估值关系所发生

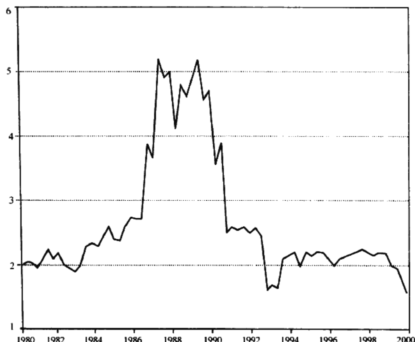


图3-1 日本股市泡沫：股价与股票账面价值的比率（1980～2000年）

资料来源：Morgan Stanley Research and author's estimates.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的变化。从1990年开始的股价下跌，正反映了股票价格重新呈现了20世纪80年代初典型的股价与账面价值比率这一估值关系。

20世纪90年代初，房地产气球里的空气也冲泻出来。对土地价格和房产价值的各种测算表明房地产市场下跌的严重程度与股票市场大致相当。泡沫的破灭摧毁了日本与众不同、资产价格永远上涨的荒诞观点。金融万有引力定律可不认什么地理疆界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章
Chapter 4

21 世纪初的超级泡沫

如果举世失控，唯你能保持清醒……

大地及其上之一切皆为你所有……

——拉迪亚德·吉卜林（Rudyard Kipling）

《如果》（*If*）

虽然20世纪下半叶的几场泡沫对金融市场的破坏力极强，但那些泡沫无法与21世纪最初十年的两场泡沫相提并论。当互联网泡沫在21世纪初晴天霹雳般爆裂之时，约8万亿美元的市值蒸发一空，仿佛德国、法国、英国、意大利、西班牙、荷兰以及俄罗斯数国一年的经济总量突然间消失了。当美国房地产泡沫爆裂，以及与之相关的抵押贷款支持证券的价值暴跌之际，全世界的经济几乎都随之崩溃了。毫无疑问，把这两场泡沫中的任何一场比做郁金香球茎热，对郁金香花朵都有失公允。

4.1 互联网泡沫

多数泡沫的发生，要么与某种新技术相关联（如电子热或生物技术热），要么牵涉某种新的商业机会（如有利可图的贸易新机遇的出现酿成了南海泡沫）。对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互联网泡沫的生成，这两种原因兼而有之：一方面互联网代表了一种新技术；另一方面它提供了新的商业机会，使我们有望变革获取信息的途径与购买商品和服务的方式。这种技术和商业前景孕育了有史以来规模最大的财富创造，也造成了规模最大的财富毁灭。

罗伯特·希勒在《非理性繁荣》一书中，将泡沫描述成“正反馈环”（positive feedback loops）。当任何一批股票（此处就是与互联网热有关的一批股票）的价格开始上涨时，泡沫便开始出现了。这股“吹入炉火的上升气流”鼓动着更多的人买入股票，更多的人买入股票又致使更多的电视和平面媒体进行相关报道，而媒体的报道又导致更多的人买入股票，于是开始就持有互联网公司股票的人便赚了大钱。在鸡尾酒会上，这些大有斩获的投资者会告诉你发财致富真是太容易了，这又使股价进一步上涨，股价的持续上涨使更多的投资者一批一批地被拉进来。但是，这整个循环机制就如同“庞氏骗局”，在这种骗局中，必须找到越来越多易于轻信的投资者，让他们从先前已买入股票的投资者手中买入股票。最终，“博傻”骗局再也找不到更傻的傻瓜参与进来。

即便是华尔街上深受尊敬的公司也加入了互联网这个热闹非凡的节日彩车大巡游。历史悠久的投资银行高盛2000年中期在研究报告里声称，网络公司的烧钱行为主要是“投资者感情用事”的问题，而对互联网这个板块来说，或者对人们常说的这个“space”[⊖]来说，并不是“一个长期风险”。几个月之后，数百家网络公司破产倒闭，这说明高盛发表的报告不期而然地也有正确之处。不过，网络公司快速烧钱不是长期风险，而是短期风险。

在网络泡沫破裂之前，无论谁嘲讽“新经济”的潜在能量，都是无可救药的抵制使用新技术的勒德分子（Luddite）。如图4-1所示，基本上可以代表高科技新经济公司的纳斯达克指数，从1998年后期到2000年3月上涨了2倍多。该指数中有盈利公司的股票市盈率飙升到了100多倍。

4.1.1 高科技股泡沫规模盛大

在泡沫顶峰时期，要找到嘲讽网络公司的人与要找到美泰（Maytag）修理工一

⊖ space，20世纪90年代开始兴起的一个时髦词语，意思是领域、行业。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

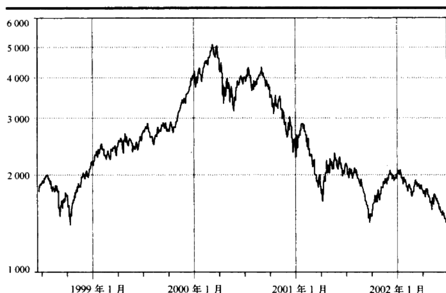


图 4-1 纳斯达克股票综合指数（1999 年 7 月～2002 年 7 月）

样困难。2000 年年初，对投资者所做的调查显示预期未来股票回报率从每年的 15%～25% 不等，有的预期甚至还要高。对于以制造“互联网脊柱”（backbone of the Internet）而广为人知的公司（如思科和 JDS Uniphase），每年带来 15% 的回报率简直就是小菜一碟。然而，思科的市盈率已达三位数，市值已接近 6 000 亿美元。倘若思科每年盈利增长 15%，那么 10 年之后，它的市盈率仍将大大高于市场平均水平。倘若在此后 25 年里，思科每年产生 15% 的回报率，又倘若同期美国经济继续以每年 6% 的增长率发展，那么思科的市值届时将会超过整个国家的经济规模。显然，股市的估值与任何对未来增长的合理预期已完全脱节了。当高科技股泡沫爆裂时，即便是蓝筹股思科也跌去了 90% 以上的市值。至于 JDS Uniphase 公司，图 4-2 显示出了 1997 年中期至 2002 年中期其股价与纳斯达克指数之间的对比。相比之下，整体指数的泡沫几乎注意不到。

在电子热期间的更名游戏中，形形色色的公司为了增加自身的吸引力，都在公司的名称中加上后缀“tronics”；同样，在互联网热潮中，各种各样的公司也如法炮制。很多公司，即使与互联网不怎么沾边或根本就毫无瓜葛也纷纷变更名称，加上与互联网有关的标志，诸如 dot-com、dotnet 或 Internet 之类。普渡大学（Purdue University）的三位学者 M. 库珀（M. Cooper）、D. 季米特洛夫（D. Dimitrov）和 P. R.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

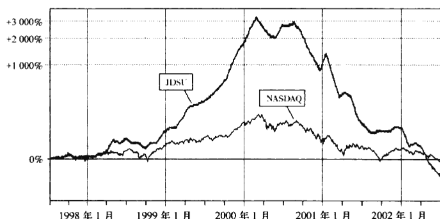


图 4-2　JDS Uniphase 公司股票与纳斯达克综合指数的对比（1997 年 7 月～2002 年 7 月）

劳（P. R. Rau）研究了在 1998 年和 1999 年变更名称而加入互联网标识的 63 家公司。他们通过测算这些公司变更名称之前 5 天（即当更名的消息开始泄露出去的时候）与宣布变更名称之后 5 天的股价变化，证实变更名称果然收到了显著效果。变更名称的公司，其股价在这 10 天期间的涨幅，比同类公司的股价多了 125%。变更名称的公司，即使核心业务与网络根本毫无关系，也仍然出现了股价上涨的情况。在后来发生的市场下跌的行情中，这些公司的股票都变得一分不值。如表 4-1 所示，即使在互联网领衔的公司中，投资者亦遭受了惨重损失。

表 4-1　即便新经济领头羊股票亦致投资者遭受毁灭性重创

股票名称	2000 年最高价（美元）	2001～2002 年最低价（美元）	下跌幅度（%）
亚马逊	75.25	5.51	98.7
思科	82.00	11.04	86.5
康宁	113.33	2.80	99.0
JDS Uniphase	297.34	2.24	99.5
朗讯	74.93	1.36	98.3
北电网络	143.62	0.76	99.7
价格在线	165.00	1.80	99.4
雅虎	238.50	8.02	96.4

掌上电脑公司（PalmPilot）是个人数字助理机（Personal Digital Assistants，PDA）制造商。它的例子说明了市场狂热得荒唐透顶——狂热程度远远超过了“非理性繁荣”。掌上电脑公司原是 3Com 公司的全资子公司，3Com 公司决定将其分拆给自己的股东。由于个人数字助理机被吹捧为数字革命的一个必要条件，人们便认定掌上电脑公司将是一只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户-零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特别激动人心的股票。3Com 公司没想到市场的反应会有多么热烈。

2000 年年初，3Com 公司将掌上电脑公司 5% 的股份售出，让掌上电脑公司发行 IPO，同时 3Com 公司还宣布，打算把剩余的 95% 的股份也分拆给自己的股东。掌上电脑公司的股价一飞冲天，市值很快便达到了 3Com 公司市值的 2 倍。结果，掌上电脑公司 95% 的股票市值比 3Com 公司的总市值还高出近 250 亿美元。这种情形就好像 3Com 公司其他所有资产的价值为 -250 亿美元一样。如果你想买入掌上电脑公司的股票，你本可以买入 3Com 公司的股票，同时还以每股 -61 美元的价钱拥有 3Com 公司其他业务的所有权。在对财富盲目而愚蠢的追逐中，市场制造了诸多异象，这些异象甚至比我们稍后揭示的会计欺诈行为还要离奇。

4.1.2 又一场新股发行热

2000 年第一季度，916 家风险投资公司向 1 009 家初创互联网公司投入了 157 亿美元的资金。很多风险投资公司玩的都是追逐潮流的游戏，因为就在前一季度，居然有数量惊人的 159 宗 IPO 顺利完成。整个股市仿佛服用了类固醇，亢奋不已。就像在南海泡沫中曾发生过的那样，很多得到融资的公司都荒诞不经。后来的事实表明，那些几乎都是 dot-com 公司，它们对介入其中的投资者造成了灾难性损失。我们来看看以下几个处于初创阶段的网络公司的例子：

- 数字香味公司（Digiscents）提供一种可接入电脑的外围设备，这种设备会让你进入的网站和电脑游戏散发出气味。为了开发这样的产品，数字香味公司很快就烧完了来自风险资本家的数百万美元。
- Flooz 公司提供一种替代货币——Flooz，这种货币可以通过电子邮件发送给朋友和家人。但它又不完全是钱，因为只有几个场合可以让你使用。不过，把它当做一种礼物倒是很特别。为了推动自身的发展，Flooz 公司应用了一条流传已久的商学院格言："任何白痴都能把 1 美元的纸币卖到 80 美分的价钱。"公司启动了一项优惠措施，允许美国运通公司的白金卡客户只用 800 美元便可购买面值 1 000 美元的 Flooz 货币。在宣布破产之前不久，Flooz 公司卷入一宗诈骗案，菲律宾和俄罗斯的一些匪帮利用盗来的信用卡号码购买了 30 万美元的 Flooz 货币。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 网上宠物公司（Pets.com）。如果说能在这家公司找到一条狗的话，那么这家公司可真是一条狗[1]。公司的吉祥物是一个短袜式木偶，它在公司做的电视广告中饰演主角，甚至还在梅西（Macy）[2]的感恩节游行演唱会上亮过相。遗憾的是公司吉祥物虽深受欢迎，但并不能改变一个严酷的现实：单凭提供一袋袋重25磅、利润微薄的干狗食是很难赢利的。

很多互联网风险项目和公司，单是看到它们的名称就让人不敢相信，例如，姆囊炎（Bunions.com）、小龙虾（Crayfish）、快速击毁（Zap.com）、该死（Gadzooks）、雾虹（Fogdog）、肥脑（FatBrain）、丛林（Jungle.com）、突然跑开（Scoot.com）、唯我是从者（mylackey.com），还有而且（Moreover.com）。有一家叫ezboard.com的网络公司，专门生产一种被称为卫生纸的互联网纸张，帮助网民在虚拟社区里“擦大便”。这些项目和公司谈不上有什么商业模式，有的只是商业失败的模式。

菲利普J. 卡普兰（Philip J. Kaplan）用事实证明自己是一个才华出众的编年史家，他记载了新兴互联网公司种种愚蠢的融资行为。就在网络泡沫刚开始破裂的一个周末，那天正好是阵亡将士纪念日，他为了消磨时间，建了个网站。网站名叫F**kedcompany.com，人们可以在这个网站上对近期经营持续恶化的网络公司进行闲谈式议论，也可以就这些公司究竟何时会破产倒闭进行打赌（这个网站可以通过补充经新闻出版审查而删除的两个字母进入）。网站吸引了400万访问者。此后，卡普兰以网站的名称作为书名，出版了一本书，他在书中嘲弄了100个最荒唐可笑的所谓商业创意。卡普兰是这样描述交换网站（SwapIt.com）突然熄火的：

> **让我先把事实弄清楚：**
> (1) 我给他们寄去一张CD；
> (2) 他们给我一些无用的“交换钞票”（SwapIt Bucks）；
> (3) 他们关门歇业；
> (4) 我一无所获。
> 好极了！让我报名参加！

---

[1] 英文原文是a real dog，意思是该公司的质量极差。——译者注
[2] 梅西，美国著名歌手。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交换网站是一个极其愚蠢的商业创意。该网站运行的前提是用户可以相互交易邮寄到该网站的二手 CD 和电子游戏之类没用的废物。用户将得到“交换钞票”，可以用来购买其他人寄到网站的废物……

eBay 的商业成功完全是建立在没有任何存货的基础之上。既要处理所有的存货，又要处理用户交易的履行，交换网站就像那些废物一样毫无价值。

4.1.3 环球网络公司

关于这场互联网 IPO 热潮，我记得最清楚的事发生在 1998 年 11 月的一个早晨，当时我在一个电视节目中做访谈嘉宾。我西装领带地坐在后台休息室里等待节目开始，身边坐着两个年轻人，他们都穿着牛仔服，虽然已 20 出头了，可看起来却像十几岁的人，我心里想与他们比肩而坐实在是很不协调。我压根儿没意识到他们是互联网热中最早的超级明星，也是本次节目要专门介绍的人物，是节目的吸引力所在。这两位就是斯蒂芬·帕特诺（Stephan Paternot）和托德·克里兹曼（Todd Krizelman），他们在康奈尔大学托德的寝室里创办了一家名为环球（TheGlobe. com）的网络公司。该公司是一个在线留言板系统，希望通过销售网页横幅广告获得大量营业收入。以前，谁要是想实现 IPO，就得有实实在在的收入和盈利，但环球网络公司一样也没有。尽管如此，他们的股票承销商瑞士信贷第一波士顿（Credit Suisse First Boston）却以每股 9 美元的价钱，帮他们实现了 IPO。股票一上市，每股价格立即飞涨到 97 美元，这在当时是有史以来股票上市首个交易日获利最丰厚的价格，公司的市值接近 10 亿美元，他们两位公司创始人也都立即成了身价不菲的新贵。正是在这一天，我们终于见识了，对于若在 5 年之前连尽职调查也通不过的公司，投资者居然会乐意往里扔钱。

环球网络公司的 IPO 是引发互联网泡沫进入病态阶段的导火线。利润与股价之间的关系已被切断，一时间大批赔钱的公司利用 IPO 蜂拥到股市。至于帕特诺，1999 年 CNN 有线新闻网的一个节目片段曾播出他身穿闪闪发亮的黑色塑料裤，与刚被他俘获的模特女友在纽约一家新潮夜总会的台子上大跳劲舞。观众从镜头里听到他说：“我得到了姑娘，得到了金钱。现在我准备过令人作呕的轻佻生活了。”帕特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺和克里兹曼作为“泛滥互联网的全球招贴画男孩”而声名远播。环球网络公司于2001年关闭了自己的网站。虽然帕特诺现在可能并没过着“令人作呕”的生活，但2010年，他却在电影《低俗电影》(*Down and Dirty Pictures*) 里担任了执行制片人。

2000年年初，互联网舞会依然如火如荼地进行着。声誉卓著的KPCB公司的著名风险投资家约翰·杜尔（John Doerr）把与互联网有关的股票价格上涨称做“这个星球上最伟大的合法的财富创造”。2002年，他忘了说这也是这个星球上最惨烈的合法的财富湮灭。

4.1.4　证券分析师大放厥词

华尔街上一些出镜率很高的证券分析师摇旗呐喊，为互联网泡沫的膨胀推波助澜。摩根士丹利的玛丽·米克（Mary Meeker）、美林的亨利·布罗杰特（Henry Blodgett）和所罗门美邦的杰克·格鲁伯曼（Jack Grubman）都成了家喻户晓的人物，像超级明星一样赢得热烈追捧。米克被《巴伦》杂志诙谐地称为“网络女王”。布罗杰特以“亨利王”而闻名，格鲁伯曼则获得了“电信股大师”的绰号。像体育巨星一样，当时这些分析师每人的薪资都达到了数百万美元。然而，他们的收入并非建立在分析质量之上，而是建立在将利润丰厚的投资银行业务引向所在公司的能力之上。他们会含蓄地向投资银行业务客户许诺，持续进行中的有利研究将为IPO新股上市后的市场表现不断提供支持。

按照传统，“内部信息隔离墙”应能将华尔街券商的研究功能与赢利丰厚的投资银行功能隔离开来；券商的研究功能应为投资者的利益着想，而其投资银行功能则为公司客户服务。但在互联网泡沫期间，这堵墙却变得更像瑞士干酪了。[⊖]

证券分析师正是这场互联网热潮的大众拉拉队长。布罗杰特断然声称传统的估值标准不适用于“行业大爆炸式的发展阶段”。米克1999年以一种讨人喜欢的纽约人形象说：“现在是可以理性鲁莽的时期。”他们对个股的公开评论使股价迅速蹿升。是啊，有什么理由不涨呢？他们用棒球强力得分的术语来描述推荐给大众的股票：有望翻两番的股票是“全垒打”（Four Bagger），更刺激的股票可能就是“两个

⊖ 瑞士干酪最显著的特点是干酪上有孔眼，且孔眼越大品质越好。这里是比喻信息隔离墙已完全不能起到隔离信息的作用。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全垒打加上一个双杀”（Ten Bagger）。

证券分析师总会找到做多的理由。他们很少说“卖出”这个词，因为他们不想危及自己公司当前或将来的投行业务客户关系，也不想得罪有关公司的高管。根据惯例，在10只股票中，他们会给其中的9只评为“买入”级，1只评为“卖出”级。但在互联网泡沫时期，股票买入与卖出的评级比率接近100:1，而且，随着股价不断攀升，美国人开始确信做投资非常容易。他们观看CNBC财经频道，倾听自己最喜欢的投资专家的访谈节目，他们对分析师兜售的那些肤浅玩意儿永远都不感到满足。泡沫破裂的时候，明星分析师都遭遇了死亡恐吓和法律诉讼，其所在公司也遭到了证券交易委员会和纽约州总检察官艾略特·斯皮策（Elliot Spitzer）的调查和罚款。《纽约邮报》给布罗杰特取了个新名，称他为互联网泡沫的“小丑王子”。格鲁伯曼因不断吹捧世通股票，在国会一个委员会的听证会上遭到奚落，也因改变股票评级以帮助公司获取投资银行业务遭到了总检察官斯皮策的调查。布罗杰特和格鲁伯曼都离开了各自的公司。《财富》杂志对这一切作了概括，在一期封面上刊登了玛丽·米克的照片，配以标题“我们还能再信任华尔街吗？”

4.1.5 创设新的估值标准

与互联网有关的公司股价越来越高，为了对此做出合理解释，证券分析师开始使用各种可用于估值的“新标准”。毕竟，新经济股票是完全不同的新生事物——当然不应恪守如市盈率之类老派过时的标准对其进行估值，那些标准是用来评估旧经济公司的。

不知何故，在无所畏惧的新兴互联网世界，销售额、营业收入和利润都成了不相干的东西。为了给互联网公司进行估值，证券分析师把目光转向了“眼球”——也就是浏览某网页或“访问”某网站的人数。其中特别重要的是“有购买意向的顾客”人数——证券分析师给这类顾客下的定义是在某网站至少逗留3分钟的人。玛丽·米克口若悬河地称赞网上药店公司（Drugstore.com），因为浏览该网站的48%的眼球都是“有购买意向的顾客”。没人关心有购买意向的顾客是否会掏出绿兮兮的美元买点儿什么，销售额太过时了。在2000年互联网泡沫顶峰时，网上药店公司的股价达到了67.5美元。一年后，眼球又开始看向利润，该公司变成了“几分钱股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票”（penny stock）[⊖]。

“顾客认知份额”是另一个流行的非财务估值标准，它的出现使我确信投资者已全体精神失常。例如，在线住宅销售商 Homestore. com 公司，于 2000 年 10 月受到摩根士丹利的强烈推荐，因为在互联网用户花在各个房地产网站的时间中，有 72% 用于浏览 Homestore. com 公司所列的房地产商品。然而，“顾客认知份额”并未引导互联网用户打定主意购买所列商品，也未能阻止 Homestore. com 公司股价 2001 年从最高点暴跌了 99%。

对于电信类公司，证券分析师创设了特别的估值标准。他们匍匐着爬进管道，丈量地下光纤电缆的英里数，而不去查看声音、图像等数据的传输情况。每个电信类公司都毫无节制地大量告贷，铺设的光缆足以环绕地球 1 500 圈。电信和互联网服务提供商 PSI Net 公司（现已破产）为了留下时代印迹，将自己的名称刷在巴尔的摩乌鸦队（Baltimore Raven's）的橄榄球场上。随着电信股价格持续大幅上涨，远远超过任何正常的估值标准，证券分析师也像自己常常会做的那样——只是跟着降低自己的估值标准。

电信公司可以毫不费力地从华尔街融资，这让市场出现了过度供给的局面——长途光缆太多、计算机太多、电信公司太多。2002 年，行业巨头世通公司宣布破产。朗讯和北电网络之类的大型电信设备供应商，因参与有风险的卖方融资交易，遭受了令人惊愕的巨额损失。在这场泡沫中，大约 1 万亿美元的资金扔进了电信投资中，其中大部分都已蒸发掉了。2001 年，有个在互联网流传的笑话是这样说的：

本周小贴士

如果你一年前购买了价值 1 000 美元的北电网络股票，那么现在它价值 49 美元。

如果你一年前购买了价值 1 000 美元的百威（是百威啤酒，不是百威股票），把啤酒都喝光，同时把啤酒罐拿去卖掉，几毛钱几毛钱地攒下来，那么你现在就有了 79 美元。

所以，我给你的建议是：现在就开怀畅饮吧。

⊖ penny stock 是投资专业名词。这类股票价格极低、市值极小，因缺乏流动性、买卖报价差极大、分析师跟踪极少、信息披露极少而风险极大、投机性极强，通常在柜台市场交易。这里用做比喻，相当于我国香港股市所谓的“仙股”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到2002年秋天，当初投入北电网络股票的1 000美元，只值3美元了。

4.1.6 媒体推波助澜

各类媒体也参与了协助和教唆，把互联网泡沫越吹越大，从而使我们变成了一个全民炒股的国家。与股票市场一样，新闻业也受供求规律的制约。既然投资者想得到更多信息，了解有关互联网的投资机会，杂志的供给量便随之增加，以满足投资者的需求。同时，既然读者对消极的持怀疑论调的股市分析不感兴趣，他们便对许诺轻易致富的出版物趋之若鹜。投资类杂志用专题描述的，都是如"网络股未来数月可能翻番"之类的故事。对此，简·布莱恩特·奎恩（Jane Bryant Quinn）[⊖]评论道：这是"投资色情杂志"——隐晦而不淫秽，"但仍然是关乎色情"。

为了满足大众对更多信息永不餍足的需求，涌现出了大量致力于报道互联网的商业杂志和技术杂志。《连线》（*Wired*）自诩为数字革命的先锋，《行业标准》（*Industry Standard*）发布的IPO指数在硅谷是最受关注的指数，《商务2.0》（*Business 2.0*）则以"新经济的神谕发布者"而自傲。出版物激增是投机性泡沫出现的一个典型标志。历史学家爱德华·钱塞勒（Edward Chancellor）曾指出，在19世纪40年代出现了14种新周刊和2种新日报，用以报道当时新兴的铁路行业；而在1847年的金融危机期间，很多有关铁路行业的出版物都销声匿迹了。《行业标准》2001年停刊时，《纽约时报》发表社论说："它散布的小道消息杜绝之日很可能就是它载入史册之时。"

互联网本身也成了媒体。有了互联网，个人投资者再也不必查看《华尔街日报》或给经纪人打电话，就能了解股票价格了。所需的一切信息都可以在网上实时获取。互联网会提供股票概况、分析师推荐评级、股价历史走势图、下季度盈利和长期增长预测，还可以让人立即查阅到几乎任何一只股票的所有新闻。互联网使投资过程实现了民主化，这种民主化在促使泡沫长时间持续膨胀方面发挥了重要作用。

网上经纪券商在给互联网热潮推波助澜的过程中也是一个至关重要的因素。在线交易费用低廉，至少从收取的佣金角度看很便宜［实际上，在线交易的成本比多数经纪券商在广告里标榜的要高，因为相当一部分成本被做市商的"报买价"（即

⊖ 简·布莱恩特·奎恩是美国著名新闻编辑、主持人、财经专栏作者。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户可以卖出的价格）与做市商的“报卖价”（即客户可以买入的价格）之间的差额给隐藏了]。折扣经纪券商大量投放广告，让投资者觉得战胜市场似乎轻而易举。有家经纪券商让一位客户在广告中吹嘘说，她不仅仅要战胜市场，还要“把它皮包骨的小身板勒倒在地，要它求命告饶”。在另一个很受欢迎的电视广告中，邮局办公室的电脑菜鸟斯图沃特带着规劝和激励的口吻说“就买这只股票吧”，怂恿守旧的老板在线购买第一笔股票。老板反对说自己对这只股票一无所知，斯图沃特就说：“我们来研究呀。”老板在电脑键盘上敲击了一下，自觉聪明了许多，买进了第一笔100股的股票。

有线新闻网，如CNBC财经频道和彭博财经新闻（Bloomberg）之类，都成了最知名的传播股市文化的平台。在世界各地，健身俱乐部、机场、酒吧和饭店，都将电视画面锁定在CNBC财经频道。在电视节目中，股市被当做体育赛事一样对待，有赛前表演（开盘前的分析预测）、比赛进行当中的直播解说（交易时段中的实时解盘）和赛后表演（回顾当天的交易情况，并为投资者提供次日操作指导）。CNBC财经频道暗示说，收看它的节目将使观众提前知晓“棒球被投手投出后曲线球的飞行轨迹”。节目中的多数嘉宾都持看多做多的观点。CNBC财经频道的股市行情主持人，如玛丽亚·巴蒂罗莫（Maria Bartiromo，人称“金钱宝贝”）尤其喜欢安排这样的分析师来参加访谈：他们敢信誓旦旦地说某只现已50美元的网络股不久就要涨到500美元。CNBC财经频道的主持人无须提醒也会知道，就像咬伤了婴儿的家犬很可能待不久一样，总是抱怨且持不信任态度的节目也不会提升收视率。

股市的话题比性话题更为热门。即便是霍华德·斯特恩（Howard Stern）[㊀]，也会突然中断关于著名色情女星和身体部位的惯常议论，转而沉思股市行情，继而开口大肆吹捧某些互联网股票。

股票换手率达到了空前未有的水平。一般股票的持有时间不是几年、几个月，而是几天，甚至是几个小时。共同基金的赎回率（即基金资产被赎回的百分比）剧烈上升，个股价格的波动幅度也急剧扩大。在以往，每天波动幅度最大的前20只股票，通常都是涨跌5%，而到了2000年年初，股价变动百分比最大的却达到了50%

㊀ 霍华德·斯特恩，美国晨间广播主持人，因热衷于讲黄段子、爱显摆低俗幽默于20世纪90年代使其节目在全美大受欢迎。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

以上。而且，市场上有1 000万个专门做网络股的“短线交易者”（day trader），他们当中许多人放弃了工作，专门来走这条致富的捷径。对于短线交易者来说，“长线”的意思无非就是“当天上午晚些时候”。真是疯了。有些人买一件价值50美元的厨房用具时，会对买与不买的利弊考量几个小时，但他们却会根据网上聊天室的所谓的投资建议，拿上万美元的钱去冒险。特兰斯·奥迪恩（Terrance Odean）是一位研究投资者行为的金融学教授，他和同事们发现多数买卖网络股的投资者不断地做出错误的买卖决策，因而即便在泡沫膨胀期间，实际上也赔了钱，并且他们还发现网络股投资者买进卖出越频繁，投资业绩也越差。平均而言，短线交易者在股市的存活期大约只有6个月。

4.1.7 欺诈蛇行潜入、扼杀股市

互联网泡沫之类的投机狂潮会把我们体系中最丑恶的一些方面诱发出来。完全可以肯定，正是非同寻常的新经济热潮诱使工商企业丑闻接二连三地出笼，这些丑闻从根本上动摇了资本主义体系。

很多工商企业的管理目标并非为投资者创造长期价值，而是满足投机者的眼前需要。当华尔街处于利益冲突地位的卖方分析师为了对高得离谱的股价做出合理解释、寻求较高的短期预测盈利时，许多上市公司的高管都欣然答应、乐于配合。倘若事实证明激进的盈利目标难以达成，管理层便可运用“寻机性会计处理方法”（creative accounting），不但使盈利超过华尔街公布的预测数字，甚至超过人们私下风传的更高数字。一个备受瞩目的例子便是规模曾位居全美第七的安然公司的崛起与破产。随着安然的轰然垮台，650余亿美元的市值灰飞烟灭，安然的倒闭只有放在股市新经济板块产生巨大泡沫的背景下，才能真正加以理解。安然被视为新经济股票的完美代表，不仅可以统治能源市场，而且可以在宽带通信、广泛的电子交易、贸易三个领域居于支配地位。

安然无疑是华尔街分析师的最爱。即便在2001年秋季安然的重重黑幕开始揭开的时候，17名跟踪研究安然的证券分析师中仍有16人将安然的股票评级为“推荐买入”或“强烈推荐买入”。《财富》杂志把传统的公用事业公司和能源公司比做“一群老顽固和各自的老婆，随着盖伊·伦巴多乐队（Guy Lombardo）的歌声，拖着步子跳舞”；把安然比做年轻的埃尔维斯·普雷斯利（Elvis Presley），身穿缀着金银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丝线的紧身衣裤，“撞碎天窗而出”。不过，文章的作者遗漏了一个事实：埃尔维斯吃得过多，最后患肥胖症死了。安然确立了创造性思考的标准，成了一家典型的对同行企业无情打击、不断变换经营模式的公司。遗憾的是，它同时也为如何营造经营迷宫和如何欺诈行骗确立了新标准。

在安然管理层使用的欺诈手法中，有一种便是设立众多关系错综复杂的合伙企业，这样一来，便让公司的真实财务状况云山雾罩、捉摸不透，同时也能夸大公司的经营成果。下面举一个比较简单的例子，看看这种骗人的手法是如何玩成的。安然与 Blockbuster 公司成立了一个合资企业，经营的业务是在线出租电影。几个月后，合资企业以失败告终。但是，在合资企业成立之后，安然偷偷地与加拿大一家银行成立了一个合伙企业，这家银行借给安然 1.15 亿美元的贷款，用做交换合资企业的未来利润。当然，合资企业没赚到一分钱，但安然却将 1.15 亿美元的借款记为“利润”。华尔街分析师鼓掌叫好，称安然的董事长肯·雷（Ken Lay）是“年度思想大师”。

其他合伙企业，诸如 Chewco（得名于《星球大战》乌奇族人 Chewbacca）、雷电威龙（Raptor）和绝地武士（Jedi），也都产生了相似的效果，因为队伍显然支持安然这一边，而且队伍非常庞大。安然财务总监安德鲁·法斯托（Andrew Fastow）被绳之以法之前，通过管理“独立的”合伙企业以收取工作酬金的形式赚了 3 000 万美元。所有合伙企业的财务状况和盈利情况都不在安然的财务报表中反映，如此一来，安然便能虚增盈利，又能藏匿亏损和巨额债务。安达信会计公司（Arthur Andersen）出具的审计报告称，安然的财务报表“公允地反映了”公司的财务状况、经营成果和现金流量。而华尔街也在这些富有创造性的合伙企业建立时，欣然收取了不菲的费用。

欺骗仿佛是安然的生存方式。《华尔街日报》曾报道，在安然员工称为“骗中骗”的一个时期，公司高管肯·雷和杰夫·斯基林（Jeff Skilling）亲自参与建立了一间虚假交易室，目的就是给华尔街的证券分析师留下深刻的印象。他们为交易室购置了最好的设备，给雇员分配角色，令其假模假样地进行交易，他们甚至将电话线漆成黑色，使交易操作显得尤为华而不实。这一切都是精心策划的，同时又是心照不宣的伪装。2006 年，肯·雷和杰夫·斯基林被判犯有共谋罪和欺诈罪。同年晚些时候，肯·雷带着一颗破碎的心离开了人世。

安然倒闭进入破产程序时，有位既丢了工作也丢了退休储蓄金的雇员喜欢上了网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

络，在网上销售印有“安然糟践了我”（I GOT LAY'D BY ENRON）字样的T恤衫。

但是，会计欺诈事件施加于毫无戒心的投资者身上，为数众多，安然事件只是其中之一。各种电信公司以过高的价格交换光缆的承载量，从而夸大了各自的收入。泰科公司（Tyco）设置了“甜饼罐储备”（cookie jar）[⊖]，并加快并购前费用支出，以便从收购交易中“缩放”（springload）盈利。世通公司承认虚增利润和现金流量70亿美元，操作手法是把应从盈利中扣除的经常性费用计为不进入利润表的资本投资。在数不胜数的案例中，公司首席执行官（chief executive officer）的所作所为，更像是首席贪污官（chief embezzlement officer）；而有些财务总监（chief finacial officer）称为公司欺诈总监（corporate fraud officer）可能更加名副其实。当分析师把安然和世通之类的股票捧上天时，一些公司的高管却在把息税折旧摊销前盈利（EBITDA）的意思转变成了“我欺骗愚蠢的审计师前的盈利”（earnings before I tricked the dumb auditor）。

4.1.8 我们本应对危险有所提防

撇开欺诈不说，我们本应更有头脑、更明事理。我们本应知道历史的事实已证明投资于正在给社会带来重大转变的技术，对投资者来说常常并不会产生什么回报。19世纪50年代，时人普遍认为铁路将极大地提高交通和商业效率。事实也的确如此，但这不能证明铁路股理应具有超高的价格。铁路股的价格在1857年8月崩盘前，涨到了骇人的投机高度。一个世纪之后，航空公司和电视机制造商给我们的国家带来了重大变化，但多数早期投资者都血本无归。投资的关键不在于某个行业会给社会带来多大影响，甚至也不在于该行业本身会有多大增长，而在于该行业是否能够创造利润并持续赢利。历史告诉我们，所有过度繁荣的市场最终均将屈服于引力定律。据我个人的经验，在市场上屡屡输钱的人，正是那些未能抵制被郁金香球茎热一类事件冲昏头脑的人。其实，要在股市赚钱并不难。我们在后面的内容中会看到，投资者只要购买并持有涵盖范围广泛的股票组合，就能获得相当不错的长期回报。真正难以避免的是受到诱惑时情不自禁地将自己的资金投向短期快速致富的投机盛宴之中。

⊖ 美国人喜欢吃甜饼，有时儿童会将零钱藏在甜饼罐中。“甜饼罐储备”是“盈利平衡储备”的戏谑说法。有的公司会在盈利丰厚的年度通过一些会计处理方法将盈利隐藏一部分以备流年不利时再将其计入，这样，各年间的盈利就相对平衡了。这种做法有违会计准则。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本章所讲的道德故事中有很多恶人：一些心心念念只想着承销费的券商，应该明白不能兜售那些被他们推向市场的垃圾股票；有些证券分析师成了券商投资银行部的拉拉队长，同时又热切地推荐网络股，而渴望佣金的经纪商会怂恿客户购买那些股票；很多公司的高管利用"寻机性会计处理方法"虚增利润。然而，泡沫得以膨胀的原因还是在于个人投资者既易受传染性的贪婪的驱使，又易受快速致富的骗局的不利影响。

不过，美妙的旋律久久不绝。我有个朋友，他投资于债券、房地产基金和广泛选取蓝筹公司的股票基金，构建一个多样化的投资组合，将当初不算大的投资变成了一大笔钱。但是，他不满足。在鸡尾酒会上，他不断地邂逅一些人，这些人不是夸夸其谈地说自己买的某只网络股已大涨了3倍，就是大肆吹嘘自己买的某只电信股已翻了两番。他也想来点儿刺激。正巧，出现了一只叫Boo.com的网络股。这家互联网零售商的商业计划是不打折扣地销售"时髦雅致的都市服装——那些如此之酷以致尚未酷起来的服装"。换言之，Boo.com公司打算全价销售目前还没有人穿的衣服。但是，我的朋友此前曾看过《时代》杂志封面上有这样的大字标题，"吻别购物商场：在线购物更便捷、更便宜，所购之物更优质"。享有盛名的摩根士丹利已向这家公司投入了几百万美元，《财富》杂志把它誉为"1999年最酷的公司"之一。

朋友的魂儿被勾住了，他思忖着："Boo.com公司的故事会让所有看盘的人垂涎欲滴，令他们的脑海中浮现出一幅幅空中楼阁的景象。出手迟了，就会弄巧成拙。"所以，他得在更傻的傻瓜进场之前冲进去。

这家公司在破产之前的2年内，共烧掉了1.35亿美元的资金。共同创始人在回应公司开支过度奢侈的指责时，解释道："我只乘坐过3次协和式飞机，而且全是特价。"当然，我的朋友正是在泡沫高点时买进了股票，当公司宣布破产时，他投入的资金全打了水漂。能够避免这种可怕的错误很可能是我们保有资本并使资本得以增值的最重要的因素。这一教训如此显而易见，却又如此易被忽视。

4.2 21世纪初美国房地产泡沫及其破裂

网络股泡沫可能是美国有史以来最大的股市泡沫，但21世纪最初几年膨胀的独栋住房（single-family home）价格泡沫，无疑是美国空前未有的最大房地产泡沫。而且，对于一般美国人来说，房市暴涨及其后的崩盘，较之股市的任何波动，意义都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要大得多。在多数普通投资者的投资组合中，住房是价值最大的资产，因此，房价下跌会立即对家庭财富和幸福感产生影响。房市泡沫的破裂几乎让美国金融系统陷入瘫痪（国际金融系统亦是如此），同时让全球经济进入一轮令人痛苦的深度衰退。为了弄清楚这次房市泡沫背后的金融因素，及其所带来的影响深远的次生损害，我们需要了解银行业和金融系统中所发生的一些基本变化。

我喜欢讲一个中年女士的故事。她突发严重的心脏病，躺在急救室里时，有了一次踏进死亡门槛的经历，她来到上帝的面前。“你就是上帝吗?”她问到。“我就要死了吗?”上帝对她保证说她会活下来，又说她还能再活 30 年。果然，她活了下来，心脏中植入血管内支架，疏通了堵塞的动脉，而且感觉从未这么好过。然后，她心里想道：“如果还能活 30 年，那我就要充分利用这 30 年了。”既然已住在医院里，她便决定做一次手术，我们不妨无恶意地称之为“全面装饰性外科手术”。现在，她看上去很棒，自我感觉也很棒。轻松愉快地一抬脚，她便蹦蹦跳跳地出了医院，结果却被一辆快速驶来的救护车撞倒，立刻就死去了。她走到天国之门，又遇见了上帝。“怎么回事呀?”她问道，“我以为还能活 30 年呢。”“非常抱歉，女士，”上帝回答说，“我不认识你。”

4.2.1 银行业的新制度

倘若在 21 世纪初，一位金融家从一场历时 30 年的小睡中醒来，恐怕认不出金融系统了。旧有的金融体系可以称为“发放并持有贷款”（originate and hold）的体系，在这种体系中，银行发放抵押贷款（以及工商贷款和消费贷款），然后将贷款作为银行资产持有至贷款偿还。在这样的金融环境中，银行对于发放贷款会非常小心。毕竟，如果一笔抵押贷款出现违约，会有人来找当初发放贷款的人，质疑其对借款人的信用品质所做的判断。在这种环境中，为了核实借款人的偿债能力，不但需要首付款达到一定的数额，还需要出具证明文件。

21 世纪初，这种体系发生了质的变化，可以说变成了“发放并出售贷款”（originate and distribute）的银行业模式。银行仍然会发放抵押贷款（大型专业抵押贷款公司也发放此类贷款），但发放贷款的机构只将贷款持有几天，便很快卖给投资银行。投资银行又把这些贷款打成包，向投资者发行抵押贷款支持证券——由抵押贷款“证券化”而来的衍生性债券。这些受到担保的证券，依赖抵押贷款支付的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息和本金，为已发行的新抵押贷款支持债券支付利息。

针对已打包的抵押贷款，还不只发行一只债券，如此一来，情况就变得更加复杂了。抵押支持证券被切分成不同的“组别”（tranches），对于来自抵押贷款的本金和利息支付，每个组别拥有不同的索取优先权，因此每个组别便有不同的债券评级。这就是所谓的“金融工程”。即便债券背后的抵押贷款品质很低，债券评级机构也乐于将 AAA 的评级授予对抵押贷款本息支付拥有最先索取权的债券组别。更准确地说，这种体系应该称为“金融炼金术”体系。而且，这样的炼金术不但用于抵押贷款，而且用于其他各种金融工具，如信用卡贷款和汽车贷款，等等。这些衍生证券便又卖向了世界各地。

情况甚至还可能更加朦胧难解。针对衍生性的抵押贷款支持证券，又有二级衍生品出售。为了给抵押贷款支持证券提供保险，信用违约掉期便作为保单发行出来。简而言之，掉期市场使两方（通常被称为交易对家）得以就抵押贷款支持证券表现的好坏，或其他任何发行人的债券表现的好坏进行押注。举例来说，假设我持有通用电气发行的债券，又开始担忧该公司的偿债能力。我可以从美国国际集团（AIG，规模最大的信用违约掉期发行人）之类的公司那里，购买并持有一份保单，如果通用电气出现债券违约，这类公司便能向我支付债券本息。掉期市场的问题在于，倘若有了麻烦，像美国国际集团这样的保险发行人实际上并没有足够多的储备资金用来支付理赔。而且，来自任何国家的任何人都能够购买这种保险，哪怕他并不拥有相关的债券。最终，信用违约掉期在市场上的交易量由于世界各地机构需求的推动而迅猛增长，竟高达相关债券价值的 10 倍之多。衍生品市场增长至相关基础市场的很多倍，这种变化正是新的金融体系一个至关重要的特征。这样的变化使得全球金融体系相互间的联系紧密得多，风险也大得多。

4.2.2 信贷标准放松

为了将这种危险的局面推向极致，金融家们还创造出了结构性投资工具（structured investment vehicles）。这类工具把衍生证券放在资产负债表之外，这样一来，银行业监管部门便无从看到衍生证券。抵押贷款支持证券的结构性投资工具会通过借款来满足维持运作所需要的资金，因此在投资银行的资产负债表上只会记录对该结构性投资工具所做的数额很小的股权投资。要是在过去，银行业监管部门会非常重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视过大的杠杆率及其所携带的风险，但在新的金融体系中，这都被忽略了。

这种新体系导致银行和抵押贷款公司的信贷标准越来越宽松。如果贷款人放出抵押贷款所承担的风险，只是抵押贷款还没来得及卖给投资银行的几天里出现违约的风险，那么贷款人就没有必要对借款人的资信状况特别在意。于是，发放抵押贷款的标准也就急剧下降了。我第一次申请抵押贷款时，贷款人坚持要求我至少首付30%的购房款。但在新的体系中，贷款人发放贷款时根本不需要什么首付，因为期望房价会永远上涨。再者，所谓的三无贷款（NINJA loans）也很常见——这些贷款所发放的对象既无收入，也无工作或资产。贷款人甚至越来越懒地去要求核实关于借款人偿还能力的证明文件。人们称这样的贷款为无证明文件的贷款（NO-DOC）。住房贷款可以无拘无束地获得，房价也就随之迅速攀升。

在房市泡沫膨胀方面，政府也扮演了积极的角色。由于国会施加压力，要求抵押贷款易于获得，联邦住房管理局便只好为低收入借款人的抵押贷款提供担保。的确，截至2010年年初，在金融系统的不良抵押贷款中，接近2/3的贷款由政府代理机构买下，或是因为政府的规定而发放出来。政府不仅作为金融机构的监管者失职了，而且由于政府实行了一些政策，也促成了房市泡沫的形成。我们若确切地了解这场房市泡沫的历史，就不能不承认抵押贷款之所以能贷给那些根本没有偿还能力的人，其原因不仅在“损人利己的贷款人”身上，也在政府的身上。

4.2.3 房市泡沫

政府实行积极的房市政策，银行业的信贷惯例发生变化，在这两个因素的共同作用之下，人们对房屋的需求便出现了巨大增长。由于贷款极易获得，房屋价格开始迅速上涨。最初的房价上涨促使更多的人购买房屋。房价看上去在持续不断地上涨，购买房产看上去也就毫无风险可言。而且，有些购房者做出购买的决定，其目的并非得到居住之所，而是为了以更高的价格快速出手，卖给（倒给）将来的某个购买者。这种格局与前文描述的诸多泡沫非常相似，让人不免觉得怪异而心生恐惧。

在图4-3中，我们可以看到房市泡沫的规模。图中数据来自Case-Shiller房价指数委员会发布的经过通胀调整的房价指数。调整是这样进行的：假如物价普遍上涨5%，此时房价也上涨5%，则房价不做通胀调整，但是，如果此时房价上涨10%，那么经过通胀调整后的房价记录为上涨5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

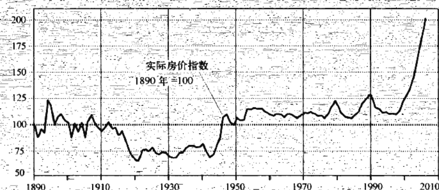


图 4-3 经通胀调整的房价

资料来源：Case-Shiller.

图 4-3 显示 19～20 世纪的 100 年中，经通胀调整后的房价比较稳定，房价也有上涨，但涨幅只是与一般物价水平的涨幅大致相当。在 20 世纪 30 年代发生大萧条时，房价确有下降，但 20 世纪结束时，房价又回升至最初开始下跌时的水平。21 世纪初，房价指数翻了一番，该指数是 20 个城市的房价综合指数。在有些城市，房价涨幅要比全国平均水平高得多。

我们知道无论什么样的泡沫，最终都免不了爆裂的结局。图 4-4 描绘了 21 世纪

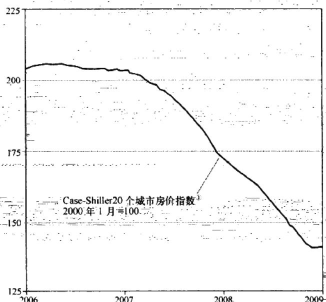


图 4-4 房市泡沫爆裂

① 该指数按季调整。

资料来源：Standard and Poor's.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初这场房市泡沫爆裂后造成的危害。房价普遍下跌，而且下跌的破坏力极大。很多房屋拥有者发现自己的抵押贷款远远超过了房屋的价值。越来越多的人出现了还款违约，将房屋钥匙还给了贷款人。金融界有个令人悚然的幽默，说是银行家提及这种情况时，称之为“叮当作响的邮件”（jingle mail）。平均而言，房屋价格跌去了2/3，不仅抹去了无数美国人在房屋中已拥有的权益，而且还让众多规模很大的金融机构破产倒闭。

房市泡沫的爆裂对经济产生了极大的破坏。随着房屋价值暴跌，消费者紧缩开支，开始了“罢买”。而有些消费者原本可以用房屋抵押贷款作为支持获得另一笔抵押贷款，现在再也不能通过这样的方式为自己的消费提供融资了。

房屋价格的下跌，毁掉了抵押贷款支持证券的价值，也毁掉了一些进行杠杆操作的金融机构，这类机构自食其果，用借来的钱持有了巨量抵押贷款支持证券有毒资产。一些引人注目的巨大破产事件随之发生，一些规模最大的金融机构不得不倒在政府的怀里，接受政府的救助。信贷机构180°大转弯，不再向小型企业和消费者提供贷款。随后在美国出现了痛苦而漫长的经济衰退，衰退的强度仅次于20世纪30年代的大萧条时期。

4.3 泡沫与经济活动

在对历史上发生过的一些重大泡沫进行一番审视之后，我们已清楚地看到随着泡沫的爆裂，实体经济活动无一例外地会遭到严重破坏。资产价格泡沫的破灭所造成的附带影响并不只是局限于投机者的身上。如果泡沫与信贷繁荣相关、与消费者和金融机构普遍使用杠杆相关，那么泡沫的危害性尤为巨大。

21世纪初美国的经历给我们提供了戏剧化的说明。房屋需求不断增长推动着房价不断上涨，房价的上涨反过来又激励着抵押贷款有增无减，而抵押贷款的不断增加又导致房价持续上涨，从而形成了持续不断的正反馈环。杠杆程度的不断上升需要不断放松信贷标准，甚至需要不断提高杠杆率。结果，在此过程中，个人和机构最终都变得非常脆弱、非常危险。

当泡沫破裂时，反馈还会发生逆转。随着价格出现下跌，个人会发现不但自己的财富缩了水，而且在很多个案中，自己的抵押贷款额竟超过了房屋的价值。于是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷款便开始出问题，消费者也随之削减自己的消费。杠杆程度过高的金融机构开始进入卸载杠杆的过程之中。由此而产生的信贷紧缩进一步削弱了实体经济活动，因而负反馈环的结果便是经济出现严重衰退。夹杂了信贷繁荣的泡沫会给实体经济带来极为严重的危险。

这是否意味着市场并非有效

本章回顾了互联网泡沫和房市泡沫，我们从中似乎看到实际情形与股市和房市理性而有效的观点不相一致。然而，应从本章汲取的教训并非在于市场有时可能会不理性，因而应摒弃资产定价的坚实基础理论。相反，结论已很清楚：在每次泡沫发生的过程中，市场的确做到了自我修正。市场最终会矫正一切非理性行为——尽管会以其自己的方式，缓慢而势所必然地加以矫正。异常情形可能会突然出现，市场可能会变得非理性的乐观，没有戒心的投资者会被吸引进来。但是最终市场总会认清真实价值所在，这才是投资者必须予以重视的主要教训。

《证券分析》一书的作者本杰明·格雷厄姆洞若观火的见解令我折服，他在书中写道：归根结底，股票市场不是投票机，而是称重机。估值标准并未改变，最终，任何股票的价值只能等于该股票能给投资者带来的现金流的现值。归根结底，真实价值终会胜出。那么，做好投资的一个重要问题便是如何估计真实价值。第 5 章将涉及更多这方面的内容，届时我们将近距离观察，看看专业人士如何尝试着确定股票的真实价值。

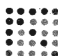
市场即便会犯错误，也可以做到高度有效。有些错误非常离奇，简直让人匪夷所思，譬如，21 世纪初的网络股，价格看上去不但对未来进行了贴现，而且连来世也做了贴现。难道还能是别样的吗？股票估值取决于对公司未来多年的盈利能力所做的估测。这样的预测难免会不正确。再者，投资风险从来就无法清晰地感知，所以未来盈利应以什么样的贴现率进行贴现，也永远是无法确定的。由此可知，市场价格必然会在一定程度上发生错误。但是，在任何一个具体时点，谁也不能完全看清楚市场价格是过高还是过低。我在后面的章节中所提供的证据表明：专业投资者无法做到在调整投资组合时，只持有“价值低估的”股票，而避开“价值高估的”股票。在华尔街，即便是最优秀、最聪明的人也不能始终如一地区分正确的估值与错误的估值，这一事实表明要战胜市场是多么困难。没有证据证明谁能通过持之以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恒地下对赌注战胜市场的集体智慧，从而获得超额收益。市场并非总是正确，甚至通常都不正确。但是，没有任何个人或机构能始终如一地比市场整体知道得更多。

21 世纪最初十年房市所发生的史无前例的泡沫和崩盘并没有真正动摇有效市场假说。如果个人得到机会可以不用支付首付款便能购买房屋，那么愿意按已膨胀的房价付款，就可能是最理性的行为。如果房屋价值持续上涨，购买者便能获得利润。如果泡沫破裂，房价下跌，购买者便一走了之，留下贷款人承担损失（或许最终由政府承担损失）。是的，这种购买房屋的激励是不正常的。而且，回首过去，我们也看到监管非常松懈，政府实行的某些政策也考虑不周。但这场房市泡沫和崩盘，及其随后造成的经济衰退，绝不是由于盲目地相信有效市场而造成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分
Part 2

专业人士如何参与城里这种最大的游戏

WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members' ... Exchange Also ... Shrink.

Government Regulation Woul...
Breakdown in Efficiency, He ...

TRADING PROVIDES CH...

Shorts "Smooth the Wave... Affect the Tides," H...

WASHINGTON, Feb...

Blow to Tradi...

SHORT SELLING ...
A SUBJECT FOR D...

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章
Chapter 5

技术分析与基本面分析



百闻不如一见。

——中国谚语

最了不起的天赋莫过于能估测事物的真实价值。

——拉·罗什福科（La Rochefoucauld）

《道德箴言录》（*Réflexions; ou sentences et maximes morales*）

通常，在纽约证券交易所、纳斯达克市场以及各种相互连接的电子网络交易市场（electronic crossing networks），每个交易日都有总市值达数千亿美元的股票被人们交易着。加上期货、期权和掉期市场，每天会产生几万亿美元的交易量。专业投资分析师和咨询师就参与在这种游戏之中，这种游戏一直被称为“城里最大的游戏”。

如果赌注大，回报也会大。华尔街年景不错的时候，刚接受工作培训的哈佛商学院毕业生通常每年就能拿到20万美元的薪水。处于薪酬等级最顶端的是引人注目的投资经理（money managers）——这些人，或者管理着大型共同基金、养老基金、信托基金，或者掌控着过万亿美元的对冲基金。“亚当·斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

密"[⊖]在写完《金钱游戏》（*The Money Game*）一书之后，曾向人夸耀可以从这本畅销书中赚得25万美元。他在华尔街工作的朋友讥诮他说："你能赚到的钱也只是与二流的机构客户销售员一样多。"说句公道话，涉及巨额资金管理的行当虽然历史并非最悠久，但获得的回报无疑是最丰厚的之一。

本书第二部分将集中阐述专业投资组合经理会使用怎样的投资分析方法，还将阐述学术界如何分析其所获得的投资成果，以及如何得出结论认为这些专业人士的价值并没有他们所获得的报酬那样高。第二部分接下来还将介绍有效市场假说及其实际意义。用一句话概括，其实际意义就是如果股票投资者只是购买并持有一只指数基金，而这只基金拥有的投资组合包括股市内所有的股票，那么股票投资者的投资业绩便能做到最好，除此之外，无法做到更好。

5.1 技术分析与基本面分析的本质区别

准确预测股价的未来走势并据此确定买卖股票的合适时机肯定是投资者坚持不懈要努力做到的事情之一。这种寻觅"金蛋"的努力带来了各种各样的预测方法，既有科学合理的，也有神乎其神的。时至今日，仍有人测量太阳黑子、观察月相变化或测量圣安地列斯断层的震动，以期预测股票的未来价格。不过，多数人还是选择使用技术分析或基本面分析。

专业投资者使用的方法与本书第一部分所阐述的两种股票定价理论相关。技术分析是预测股票买卖合适时机所使用的方法，信奉空中楼阁理论的人会使用这种方法。基本面分析则是应用坚实的基础理论的思想来挑选个股。

就本质而言，技术分析就是绘制并解读股票图表。因此，将这种分析法付诸实践的人便被称为图表师（chartists）或技术分析师（technicians）。这群人虽为数不多，但异常执著。他们既研究普通股价格的过去运行轨迹，也研究以往的成交量，目的是寻找股价未来变动方向的线索。很多图表师认为股票市场只有10%可以从逻辑的角度思考，剩下的90%应从心理方面去分析。一般来说，他们赞成空中楼阁理

⊖ 乔治·古德曼（George J. W. Goodman）以西方经济学的主要奠基人之一、《国富论》作者亚当·斯密的名字为笔名，著有《金钱游戏》、《超级金钱》、《纸质金钱》等书。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论的思考方式，将投资视为一种心理博弈，揣摩其他参与者将来如何行动，并对此做好应对准备。当然，图表只会说明其他参与者一直以来所做的交易情况。不过，图表师希望通过细致研究其他参与者的当前行为可以获得一些信息，从而了解全体参与者将来的行动方向。

基本面分析师则采取相反的策略，认为股票市场 90% 可以从逻辑的角度进行解释，只有 10% 可以从心理层面加以分析。他们对股价过去走势的具体图形不甚关心，总是力图确定股票的恰当价值。这里所说的价值与股票盈利和股利的预期增长率、市场利率水平以及风险有关。通过研究这些因素，基本面分析师（fundamentalists）估测出某只股票的内在价值或者说坚实基础价值。如果这种价值高于股票的市场价格，那么就建议投资者买入这只股票，反之则反是。基本面分析师认为市场终会准确反映股票的真正价值。大约有 90% 的华尔街证券分析师都认为自己是基本面分析师。很多华尔街分析师认为做个图表师有失尊严，也缺乏专业水准。

5.2 图表能告诉我们什么

技术分析的首要原则是：与一家公司盈利、股利和未来业绩有关的所有信息都已自动反映在公司股票的以往价格之上。显示股票以往价格和成交量的图表已包括证券分析师可能希望知道的所有或好或坏的基本面信息。第二大原则是：股价倾向于沿着趋势运动，也就是说，价格正在上涨的股票往往会继续上涨，而横盘整理的股票往往继续盘整。

真正的图表师只要有图表可供研究，甚至都懒得去了解公司经营什么业务或处于什么行业。在图表师的眼里，图表中呈现的“倒碗”形或“三角旗”形，对微软的意义与对可口可乐的意义完全一样。关于盈利和股利的基本面信息，往好里说是毫无用处，往坏里说则绝对是让人分心的东西。这些基本面信息，要么对股票定价无关紧要，要么即使重要，也在信息公开之前的几天、几周甚至几个月的交易中，已经在股价上反映出来了。正因为如此，很多图表师甚至都懒得看报，也不愿意查看金融网站的信息。

约翰·迈吉（John Magee）是一名早期图表师，在马萨诸塞州斯布林菲尔德的一间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小办公室里操作过图表。为了防止外界事物干扰自己分析，他甚至用木板把窗户封得严严实实。有人曾引用迈吉的话说："当我进入办公室的时候，我就把整个世界都关在了外面，一心一意地研究图表。无论是风雪肆虐的严冬，还是明月高悬的6月夏夜，这间屋子里发生的一切都别无二致。在这里，我不能只是因为外面阳光明媚，就说'买进'，也不能因为外面下着雨，就说'卖出'。否则，我会对自己和客户都造成伤害。"

从图5-1中我们可以看出，要绘制一张图表实在是再容易不过了。你画一条垂线，垂线的底端代表当天股票的最低价，顶端代表最高价。再画一条与垂线相交的短横线，代表当天的收盘价。每个交易日都可以重复这样的绘制过程。这种绘图过程既适用于个股，也适用于从多数报纸财经版面上都可见到的某个股市平均指数。

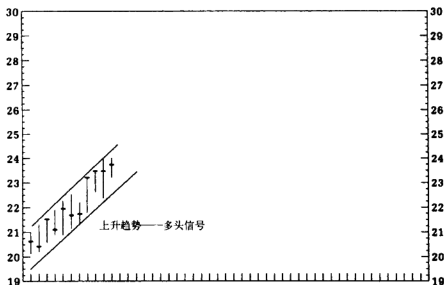


图5-1 如何绘制股价图

图表师还常常在图表的底部用另一条垂线表示当天的股票成交量。渐渐地，在所关注的某只股票的图表上，随着诸多股价最高点和最低点上上下下地移动，便形成了股价的运行模式。对图表师来说，股价的这些运行模式所具有的意义就好比X光摄片对外科医生所具有的意义一样。

趋势是图表师首先要寻觅的东西之一。图5-1显示了一个趋势正在形成之中。这一趋势记录了若干个交易日里股价的变动情况——显而易见，股价正处于上升途中。图表师用一条线把所有最高点连接起来，再用另一条线把所有最低点连接起来，这样就创出了一条描述上升趋势的"通道"。因为首先有一个股价势头会倾向于延

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续自身的假定，所以，图表师便将股价的这种运行模式解释为一种多头预兆——股价可望继续上涨。迈吉在“图表分析圣经”《股市趋势技术分析》（*Technical Analysis of Stock Trends*）一书中写道：“股票价格沿着趋势运行，而趋势倾向于延续下去，直到发生了什么事改变了股票的供求平衡，趋势方告结束。”

然而，假设股价大约升到24时陷入了困境，未能获得进一步向上的动力，那么这种情形就叫做出现了“阻力位”。股价可能会在此处小幅震荡，然后掉头向下。据图表师声称，有一个股价运行模式发出清晰的信号说明股价已经触顶不再继续上涨，这个模式叫做头肩顶形态（head-and-shoulders），如图5-2所示。

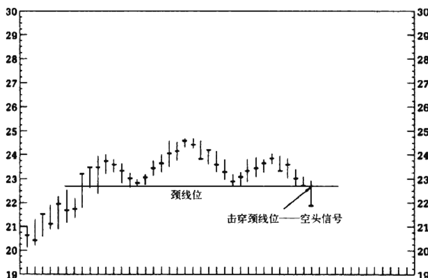


图5-2 头肩顶形态

股价先是上扬，继而小幅下挫，形成一个半圆状的肩形。接着，股价再次上涨，到稍高于前面肩形的最高点之后，再次渐渐回抽，形成一个头形。最后，右肩也形成了，此时，图表师屏住呼吸，等待卖出信号的出现。股价一旦“击穿颈线位”，便清脆而响亮地发出卖出信号。图表师带着德拉克拉伯爵（Count Dracula）[⊖]审视其受害者的得意之情，卖出股票，迅速离场，同时期待着股价像图表师所声称的以前曾发生过的那样，接下来会形成长时间的下跌趋势。当然，有时市场也会让图表师

⊖ 德拉克拉伯爵是布拉姆·斯托克（Bram Stoker，1847—1912）的小说《德拉克拉》中的主角，是一位灵魂黑暗而邪恶的吸血鬼。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感到意外。例如，就在空头信号即卖出信号出现之后，股价可能会一路上涨到30，图5-3显示的就是这种情形。这种情形就叫出现了“空头陷阱”，或者在图表师看来，出现了规律之外的特殊情况。

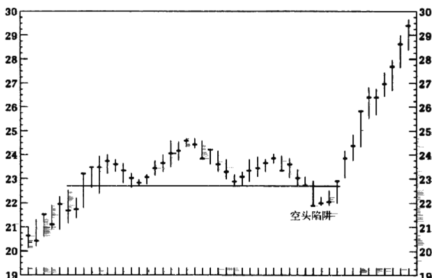


图 5-3 出乎图表师意外的空头陷阱

我们从技术分析的实际操作中可以看出，图表师是短线交易者，而非长线投资者。当征兆显示有利时，图表师就买进股票；当凶兆出现时，图表师便卖出股票。他对待股票的轻率态度，就好像某些人和异性打情骂俏，因而他所取得的成绩也只是成功的进进出出地交易，并非给人以幸福和满足的长相厮守。的确，精神病学家唐·杰克逊（Don D. Jackson）和小阿尔伯特·哈斯（Albert Hass，Jr.）在合著的《牛市、熊市与弗洛伊德博士》（*Bulls，Bears and Dr. Freud*）一书中含蓄地说道，这样的人或许是抱着不加掩饰的性意向在玩游戏。

当图表师选择一只股票作为潜在的投资对象时，通常在买入之前会用一段时间来观察和“调情”，因为对他而言，好比要在谈情说爱中实现性征服一样，选择时机是绝对重要的。随着股价穿过底部形态，涨得越来越高，图表师也越来越兴奋。最后，若“风流韵事”进展顺利，便会出现心满意足的一刻——赢利在握、如释重负，继而回味余韵。在图表师所用的词汇中，充满了这样的术语：双底、突破、背离底部、稳步盘升、展开大行情、屡创新高、买入高潮。股价的这一切表现都是在带有强烈的性象征意味的气氛中产生的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.3 图表法的基本依据

或许最难回答的问题是为什么图表法就该奏效？很多图表师坦率地承认自己也不知道图表法为什么就该有效——历史就是有自我重复的习惯。

在我看来，下面三个有关技术分析的解释似乎是最有道理的。

第一，大众心理中的群体本能使趋势得以自我延续。当投资者看到某只投机性热门股的价格越涨越高时，他们也想赶浪头分上一杯羹。的确，股价的上升本身就是一个自我实现的预言，给群体的热情火上加油。股价每上涨一次，都会激起投资者参与的欲望，也使投资者期待着股价进一步攀升。

第二，关于一家公司的基本面信息可能存在着不平等的获取途径。当某个利好消息出现时，如勘探到一座储量丰富的矿藏，应该说内部人会最先了解这一信息，他们采取行动买入股票，会推动股价上涨。此后，内部人把这个利好消息告诉自己的亲戚朋友，这些人便又买入股票。然后，专业人士打探出消息，大型机构便重仓买进股票，纳入自己的投资组合。最后，像你我这样的懒虫也会得到信息进而买入股票，从而推动着股价继续攀高。当消息利好时，这一过程应该会导致股价逐渐上涨；当消息利空时，这一过程应该会导致股价逐渐下跌。图表师声称这种情况与实际发生过的臭名昭著的英克隆生物科技公司（ImClone）事件有几分相似。据说在这起事件中，一些内部人，包括大名鼎鼎的玛莎·斯图沃特（Martha Stewart）[1]，利用非公开信息，从中获得了好处。图表师确信仅凭观察股价的变动就能够嗅到"聪明资金"（smart money）[2]的气息，并能在一般大众进场之前早早买进股票。

---

[1] 玛莎·斯图沃特是美国传媒业的传奇人物、商界名流。2002 年 6 月，在美国食品药品管理局宣布禁止 ImClone 公司生产一种抗癌新药之前一天，她卖出 3 928 股 ImClone 公司的股票。有关当局认为玛莎·斯图沃特是在其经纪人告知内幕信息的情况下卖出股票的——其经纪人曾告诉她：ImClone 公司的 CEO，也是她的好朋友之一的萨姆·瓦克萨尔（Sam Waksal）在"倾销"自家公司的股票。玛莎·斯图沃特因此次事件遭到司法调查和审判，前后历时三年之久。其间，因向调查人员做不实陈述和妨碍司法罪，被判入狱 5 个月，法院最终判其支付罚款 19 万余美元且 5 年内不得担任上市公司董事和高管。——译者注

[2] "聪明资金"是指无论牛市熊市都能抓住恰当时机获得投资收益的投资者。这类投资者往往经验丰富、消息灵通；牛市买的股票涨势惊人，熊市卖空的股票跌幅巨大。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，对于新信息投资者最初常常反应不足。有证据表明当公布的盈利超过（或少于）华尔街所做的预测时（也就是出现正面或负面的“意外盈利”时），股票价格会做出积极（或消极）反应，但是，最初的调整是不完全的。因此，股票市场对于有关盈利的信息，常常只会逐渐地做出调整，从而导致股价势头会保持一段时间。

图表师还相信人们都有一个不良习惯——总是记着以前购入股票时的买价，或对希望当时能付出而没付出的价格耿耿于怀。比如说，假设某只股票在每股 50 美元左右的时候，盘桓了很长一段时间，并且其间有很多投资者买入该股。再假设股价跌到 40 美元。

图表师声称，当股价涨回至大众购买时支付的价格时，他们会急不可耐地要抛空手中的股票，如此一来，在这只股票上的交易便是不赔不赚。结果，当初的成交价 50 美元便成了一个“阻力区”（resistance area）。每当股价触及阻力区而掉头向下时，阻力位就变得更加难以逾越，因为更多的投资者会以为股票不可能涨得更高了。

在“支撑位”（support level）概念的背后，也有一个相似的逻辑思路。图表师说，有些投资者在市场于某一相对较低的价位波动时，未能买入股票，如果看到股价后来上涨，这些投资者会觉得自己已坐失良机。当股价又跌回当初的低价位时，这些投资者就会迫不及待地抓住这个买入机会。

图表师还认为，有些投资者在市场低迷时卖出股票，然后又看到股价上涨，若能再次以先前抛售的价格买入，这些投资者会急切地把股票购回。因此，当初的低价位便成了一个“支撑区”（support area）。根据图表师的观点，能连续抵制股价下调的支撑区会变得越来越夯实。所以，如果某只股票下跌到某一支撑区，然后又开始上涨，短线交易者会急忙买入，以为这只股票正在发出多头信号。当某只股票终于突破阻力区的时候，另一个多头信号也就闪现了。用图表师的行话来说，先前的阻力区现在变成了支撑区，股价要进一步上涨，应该不会有什么麻烦了。

5.4 为何图表法可能并不管用

有很多合乎逻辑的理由可以驳斥图表法。首先，请注意图表师只是在股价趋势已确立之后才买进股票，在既有股价趋势已被打破之后才卖出股票。市场的剧烈反转可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能会突然发生，因此，图表师经常会错失良机。某一上升趋势的信号发出之时，上升趋势可能已经形成了。其次，图表师的这些分析方法最终必定会弄巧成拙，得到的结果必定会适得其反。无论是什么技术，随着使用的人越来越多，其价值必定越来越小。倘若每个人都在看到信号之后同时采取行动，任何买入或卖出的信号都毫无价值。

此外，短线交易者往往会预测技术信号何时出现，并提前做出应对。如果他们发现某一股价即将突破某一阻力区，他们往往会在突破之前就买入股票，而不是在此之后买入。这意味着其他人会力图更早一步预测到信号。当然，他们预测得越早，就越不能确信信号会出现，那么这笔交易也就越不能肯定能赚到钱。

或许驳斥技术分析法最有力的论据在于投资者利润最大化行为的内在逻辑。举个例子说明一下。假定 Universal Polymers 公司的股价是 20 美元左右，正巧此时公司的首席化学研究员山姆发现了一种新的生产工艺，这种新工艺有望使公司的盈利和股价翻一番。山姆确信发现新工艺的消息传出去之后，Universal Polymers 公司的股价会达到 40 美元。因为买入股票的价格只要低于 40 美元就能迅速获利，所以他很可能会尽可能多地快速买下股票，直到股价达到 40 美元。这个过程也许不消几分钟便告结束。

即便山姆自己没有足够的资金推动股价上涨，他的亲戚朋友和金融机构必定拥有充足的资金，可以令股价迅速攀升，以致图表师“尚未登台，戏已收场”。这里的关键在于市场很可能就是一种非常有效的机制。如果有人知道明天股价会上涨到 40 美元，那么今天股价就会涨到 40 美元。

5.5 从图表师到技术分析师

虽然在华尔街图表师的名声不太好，但他们那些丰富而刺激的技术方法吸引了很多追随者和支持者。制作和销售股票图表的公司，以及为个人、券商和诸如 CNBC、彭博资讯之类的财经新闻网提供图表软件的计算机程序员，都享受过产品销售的繁荣，而图表师也仍然能从共同基金和经纪券商那里谋得极好的就业机会。

计算机问世以前，把市场运行轨迹制成图表的繁重工作是靠手工完成的。那时，图表师常被视为行为怪异的一类人，他们戴着绿色遮光眼罩，静静地蜷身于办公室后部的小密室里操弄着图表。如今，图表师享受着电脑为其提供的服务，电脑与各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种各样的网络相连，配有大屏幕显示终端，手指轻轻一敲，终端便显示出任何想得出的图表。图表师（现在被称为技术分析师）可以带着孩童摆弄新的电动火车玩具一般的满足和兴奋制作出一张全面反映某只股票过去市场表现的图表，包括成交量、200日均线（每天重新计算前200天股价的平均值）、相对于大盘的走势强弱、相对于所在行业其他股票的走势强弱，毫不夸张地说，还可以包括数百个诸如其他均线、比率、波动率等之类的指标。而且，个人可以通过雅虎这样的网站轻而易举地获得不同时期的各种图表。

5.6 基本面分析技法

小弗雷德·施韦德（Fred Schwed，Jr.）充满魅力和机智的著作《客户的游艇在哪里》（*Where Are the Customers' Yachts?*）揭露了20世纪30年代金融界的种种作为。书中讲述了一个得克萨斯州经纪人的故事。这位经纪人以每股760美元的价格把某只股票卖给一位客户，可在他卖出的时候，客户以730美元的价格本来也能买到。客户了解真相之后，大为震怒，满腔愤慨地抱怨经纪人。“嘘！”这位得克萨斯人没等客户说完，就用洪亮而低沉的声音打断他说：“你们这些人都不明白咱们公司政策的好处，咱们公司为客户选择投资对象时，依据的不是价格，而是价值！”

从某种意义上说，这个故事说明了技术分析师与基本面分析师之间的区别。技术分析师只对过去的股价感兴趣，而基本面分析师关注的主要是某只股票究竟价值几何。比较而言，基本面分析师力图不受群体的乐观情绪和悲观情绪的影响，并且认为某只股票的当前市价与其价值不能等而视之，应严格区分开来。

在估测某只股票的坚实基础价值时，基本面分析师最重要的工作是要估计出公司未来的盈利流和股利流。分析师认为股票的价值就是预计投资者未来从该股票中获得的所有现金流的现值或折现值。分析师必须估计出公司的销售水平、营运成本、所得税率、会计折旧，以及公司经营和发展所需资本的来源和成本。

大致说来，证券分析师必须是没有神灵给予启示的预言家。没有神灵的启示，分析师只好求助于对公司展开的研究，据此发表自己的预言。分析师要考察公司的历史记录，评判公司的利润表、资产负债表和投资计划，另外，还得实地走访公司的管理团队，并对他们作出评价。然后，分析师必须梳理所获得的信息，将重要的和不重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的信息区分开来。正如本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》(*The Intelligent Investor*)一书中所言："有时分析师会让我们隐约想起《潘赞斯的海盗》中那位博学多才的少将，'当他说到直角三角形斜边的平方时，会讲出那么多令人开心的相关故事'。"

因为一家公司的总体前景深受所处行业经济状况的影响，所以很明显，分析师研究的起点应该是该公司所处行业的前景。的确，几乎在所有专业投资公司里，证券分析师都是按特定行业来划分研究范围的。基本面分析师希望通过对行业状况进行全面细致的研究，可以获得关于某些影响因素的有价值的见解，而这些影响因素在将来可能会发挥作用，但目前尚未在股价中得到反映。

有四个基本决定因素可以帮助基本面分析师估测任何证券的恰当价值。

5.6.1 决定因素1：预期增长率

多数人都没有认清复合增长（compoud growth）对于投资理财决策的重大意义。阿尔伯特·爱因斯坦曾将复利描述成"有史以来最伟大的数学发现"。人们常说，那个在1626年以24美元的价格把曼哈顿岛卖掉的美洲土著印第安人上了白人的当。实际上，他可能是个头脑极为敏锐的推销员。倘若他把这24美元以年息6%、半年复利一次的条件存起来，那么这笔小钱现在就会价值1 000亿美元以上，他的后代可用来买回这块现已改善土地的相当大一部分了。这正是复合增长的魔力所在！

复合增长的过程是让10加10等于21，而不是等于20。假设你今年和明年将100美元投资出去，投资会产生10%的年收益率。那么，两年结束后，你会赚多少钱？如果你回答赚了21%，那么你应该得到嘉奖。

这里应用的代数知识很简单。到第一年年底时，你投入的100美元会增长至110美元。第二年，你在年初拥有的这110美元上，仍然可获得10%的年收益率，所以第二年年底时，你会拥有121美元。如此一来，两年期间的总收益率便是21%。之所以如此，是因为你最初投资所获得的收益本身也会获得收益。如果连续投资三年，那么你就会拥有133.1美元。复合增长的确很强大。

有一个有用的法则，叫"72法则"，可以让你很快知道要让自己的钱翻一番需要多长时间。将你获得的利率除以72这个数字，便可以得到让你的钱翻一倍的年数。例如，假使利率是15%，你可以在5年差一点的时间里，使自己的钱增长一倍（72÷15=4.8年）。不同的股利增长率对未来股利多少的意义，可以从表5-1中看出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-1 不同股利增长率的意义

股利增长率（%）	目前股利（美元）	5 年后股利（美元）	10 年后股利（美元）	25 年后股利（美元）
5	1.00	1.28	1.63	3.39
15	1.00	2.01	4.05	32.92
25	1.00	3.05	9.31	264.70

这里的陷阱（如果没有点 22 口径猎枪，至少不得设置一个陷阱吗?）是股利增长不会永远持续下去，原因很简单，与多数生物一样，公司都有生命周期。请思考一下 100 年前美国的知名公司。像东方马车公司、拉克罗斯和明尼苏达蒸汽邮轮公司、萨瓦那和圣保罗汽船公司、哈热德火药公司这些在当时已发展成熟的企业，若一直持续经营到现在，会在《财富》500 强里名列前茅。而今天，它们实际上都已消亡了。

纵然正常的生命周期不会困扰一家公司，但有个事实总是存在的，即公司要保持同样的百分比增长率会越来越困难。一家目前盈利为 100 万美元的公司，只需使盈利增长 10 万美元，便可达成 10%的增长率，而一家盈利基数为 1 000 万美元的公司，需要增加 100 万美元的盈利，才能实现与前一家公司相同的增长率。

相信增长率可以长期保持较高的水平是非常荒谬的，这一点可以通过计算美国的人口预测数据，很好地加以说明。如果全美人口和加利福尼亚州人口都以各自最近的增长率继续增长，那么到 2045 年，就会有 120% 的全美人口居住在加利福尼亚州！运用相同的方法，可以估算出到 2045 年，将有 240% 的全美性病患者居住在加利福尼亚州。一位加利福尼亚州人听到这两个预测后立即说：“只有前一个预测才使后一个预测看起来有些道理。”

尽管预测可能会有风险，但若要让市场估值有意义，股价必须反映不同的增长率前景。另外，增长期可能持续的时间长度也非常重要。如果一家公司预期在未来 10 年里保持 20% 的高速增长，而另一家增长型公司预期只在 5 年内保持相同的增长率，那么在其他条件相同的情况下，对投资者来说，前一家公司比后一家公司更有价值。因此，我们便有了基本面分析师评估股票的第一条规则。

规则 1：一只股票的股利增长率和盈利增长率越高，理性投资者应愿意为其支付越高的价格。

由此，我们得出一条重要推论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规则 1 推论：一只股票的超常增长率预期持续时间越长，理性投资者应愿意为其支付越高的价格。

这一规则与实际情况契合吗？我们先用市盈率代替股价来重新表述这个问题。这会提供一个很好的标准，可以对价格和盈利不同的股票做出比较。一只股价 100 美元、每股盈利 10 美元的股票与一只股价 40 美元、每股盈利 4 美元的股票具有相同的市盈率。正是市盈率而非股价道出了市场如何对股票进行估值。

现在，我们重新表述的问题是：预计增长率较高的股票其实际市盈率是否也较高？我和约翰·克莱格（John Cragg）的研究表明，这个问题的答案是肯定的。

收集所需的股价和盈利数据非常容易。为了获得预期长期增长率数据，我们调查了 18 家主要的投资公司。我们从每家公司都得到了对大样本量上市公司未来 5 年所做的增长率估计值。

我不会告诉你统计研究如何实施的实际细节，免得让你感到厌烦。我们在 2010 年进行的一个类似研究涉及一些有代表性的股票，研究结果显示在图 5-4 之中。从图 5-4 中可以清楚地看出，正如规则 1 所言，较高的市盈率与较高的预期增长率密切相关。

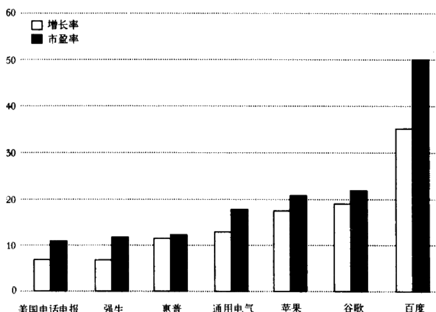


图 5-4 预期增长率与实际市盈率之间的关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了说明市场如何对增长率不同的股票进行估值之外，图 5-4 也可用做实际投资中的操作指南。假设你正考虑买入一只预期增长率为 6% 的股票，并假设你知道如强生之类增长率为 6% 的股票平均而言市盈率为 12 倍。如果你正考虑买入的股票市盈率是 20 倍，你可能会打消买入的念头，转而买入根据目前市场标准定价更加合理的股票。另一方面，如果你所买股票的市盈率低于市场上具有相同增长率股票的市盈率平均值，那么人们会说你买入的股票物超所值。

5.6.2 决定因素 2：预期股利支付率

与股利增长率相比，将每次支付股利时收到的金额作为决定股价的一个重要因素，你一看就能明白。在其他条件相同的情况下，股利发放的金额越高，股票便越有价值。这里的问题在于“在其他条件相同的情况下”这句话。倘若增长前景不甚乐观，那么将很高比例的盈利作为股利支付给股东的股票，就可能是糟糕的投资对象。与此相反，很多处于强劲增长阶段的公司，常常极少拿出盈利来支付股利，或根本就不支付股利。很多公司往往会回购公司的股票，而不增加股利的发放。对于预期增长率相同的两只股票来说，持有股利支付率高的股票较之股利支付率低的股票会使你的财务状况更好。

规则 2：在其他条件相同的情况下，一家公司支付的股利占其盈利的比例越高，理性投资者应愿意为其股票支付越高的价格。

5.6.3 决定因素 3：风险程度

无论热衷于获得佣金的经纪人对你怎样巧言令色，风险照样会在股票市场起重要作用。风险无时不在，这也正是股市如此富有魅力的原因。风险还会对股票的估值产生影响，甚至有人认为风险是考察股票时唯一需要考虑的因素。

一只股票越是可敬，也就是说它的风险越低，那么它的品质就越好。比如，所谓的蓝筹公司的股票，据说天经地义地就该赢得优质溢价（quality premium）（为何优质股票被冠以源自牌桌的称号，个中原因只有华尔街才知道）。多数投资者偏爱风险较低的股票，所以这些股票较之风险高、品质较差的同行业股票，可以要求得到更高的市盈率。

尽管人们普遍认为较高的风险必须以较高的未来回报作为补偿（因而当前的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格也应该较低），但要测量风险几乎不可能办到。不过，这并未让经济研究者知难而退。无论是学术界的财经学者，还是实务界的财经从业人员，都对风险测量投入了大量的时间和精力。

有一个著名的理论认为若一家公司的股价（或者说包括股利的年度总回报）相对于股市整体的波动性越大，那么这家公司股票的风险也就越大。例如，波动性极小的强生公司股票，就被《好管家》（*Good Housekeeping*）杂志封为适合鳏寡孤独者投资的股票。这是因为：即便在经济衰退时期，强生公司的盈利若说会下降的话，也不会大幅下降，公司的股利很有保障。因此，当大盘下跌 20% 时，强生股票通常也会随之下跌，但可能只跌去 10%。强生因此而被视为风险低于市场平均水平的股票。与强生股票不同，思科公司股票的历史波动性就非常大，当大盘下跌 10% 时，它的典型表现会下挫 30% 以上。持有这样的股票，对投资者来说无异于参与赌博，尤其是对于那些在行情不好时被迫抛售的投资者，更是如此。

不过，当经济景气、大盘不断攀升时，思科可能会把强生远远甩在身后。然而，如果你对待股市投资与多数投资者一样，那么你还是会看重稳定的回报，而不会抱有投机性的希望；在乎对投资组合不必忧心忡忡，而不愿在夜里辗转反侧无以成眠；宁愿承担有限的投资损失，而不愿面对过山车飞驰向下般的股价骤跌。在其他条件相同的情况下，你会偏爱表现更加稳定的股票。由此，我们得出股票估值的第三条规则。

规则 3：在其他条件相同的情况下，一家公司的股票风险越低，理性投资者（以及厌恶风险的投资者）应愿意为其股票支付越高的价格。

应该提请读者注意，对“相对波动性”的测量，可能并不足以充分揭示与一家公司相关的所有风险。第 9 章将全面探讨在股票估值中非常重要的风险因素。

5.6.4 决定因素 4：市场利率水平

股票市场并非是一个独立存在的世界。除了股市之外，投资者还应考虑通过别的途径能获得多少回报。若市场利率足够高，便可以提供一个稳定获利的备选投资渠道。试想在 20 世纪 80 年代这样的时期，优质公司债券的收益率飙升到了接近 15% 的水平，质地稍差的长期公司债券提供的利率就更高了。当时股票的预期回报率难以与这些债券的利率相匹敌，因而资金大量流向债市，股市大幅下跌。最后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市下跌到相当低的水平，才有足够多的投资者被吸引过来，止住了进一步的下跌。1987 年，这种情形再次发生，利率大幅上升，此后 10 月 19 日便出现了股市大崩盘。对此，我们可以换一种说法，也就是说，为了把投资者从收益率高的债券上吸引过来，股票必须像商场地下室的打折商品一样提供低廉的价格。[㊀]

另一方面，如果市场利率很低，固定收益证券的竞争力便很难与股票相比，此时的股价往往相对较高。这为基本面分析法最后一条规则提供了存在的理由。

规则 4：在其他条件相同的情况下，市场利率越低，理性投资者应愿意为股票支付越高的价格。

5.7 三条重要警示

从股票的四条估值规则中，我们也可以看出：公司的增长率越高、增长持续期越长，其股票的坚实基础价值（及市盈率）便越高；公司的股利发放越多，其股票的坚实基础价值（及市盈率）便越高；公司股票的风险越低，其坚实基础价值（及市盈率）便越高；一般利率水平越低，股票的坚实基础价值（及市盈率）便越高。

原则上，这些规则都非常有用，因为它们说明股价的高低有其合理的基础，同时也为投资者提供了某种价值判断的标准。不过，在考虑使用这些规则之前，我们必须将以下三条警示牢记在心。

5.7.1 警示 1：对将来的预期目前无法加以证明

请记住，即便是珍妮·狄克逊（Jeane Dixon）[㊁]也不可能永远准确地预测未来。

㊀ 这一点可以换一种方式进行解释。因为较高的利率使我们现在可以获利更多，所以对延期收入打的“折扣”应该更大。因此，若当前市场利率相对较高，任何未来股利收益流的现值定然较低。不过，市场利率与股票价格之间的关系，比我们此处讨论所揭示的更加复杂一些。假定投资者预期通货膨胀率将从 5% 上升到 10%。这样的预期很可能驱使利率大约上浮 5 个百分点，如此一来，便消除了投资者持有固定收益债券因通货膨胀率上升而对其购买力造成的不利影响。如果其他条件相同，这种情形应该会导致股价下跌。但是，如果预期通货膨胀率较高，投资者可能就有理由预计公司的盈利和股利也会以较高的比率增长，股价也因此而上涨。第 13 章将更为全面地阐述通货膨胀、利率和股价之间的关系。

㊁ 珍妮·狄克逊，1956 年预言民主党人将赢得美国总统大选，并预言其将在任期内遭遇暗杀。1960 年，在位的民主党人肯尼迪总统遇刺身亡，珍妮·狄克逊便作为预言家广为人知。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，对于证券分析师就某公司的长期增长率及增长持续期所做的预测，还是有人深信不疑。

预测未来盈利和股利是一个风险非常大的差事。要做到客观冷静极其困难，因为狂热的乐观和极端的悲观总是不断地争着占据人们的头脑。2008 年，国家经济因严重衰退和全球性的信贷危机而饱受折磨，这一年，投资者预测多数公司的增长率最好也不过平平而已。而在 20 世纪 90 年代后期和 2000 年年初的互联网泡沫期间，投资者却又深信迎接高速增长和无限繁荣的新时代已是铁板钉钉的事情。

5.7.2 警示 2：运用不确定的信息进行估值不可能得到精确值

如果使用不确定的参数，那你显然不可能得到精确的数据。然而，为了获得渴望得到的结果，投资者和分析师却始终在这样做。

我们以一家公司为例。假设你听到了关于这家公司的很多利好信息，对公司的前景展开一番研究之后，你得出结论认为它能够长期保持高增长。"长期"是多长呢？10 年怎么样？嗯，就 10 年。

于是，你便根据当前的股利发放情况、预期未来增长率以及一般利率水平，或许还会考虑股票的风险大小，计算这家公司的股票应该"值"多少钱。算出的结果令你大为懊恼：这只股票"物有所值"的价钱居然比目前的市价还低那么一点点。

这时，你有两种选择。要么你可能认为这只股票市场定价过高，从而放弃买入；要么你可能暗自嘀咕："或许这只股票能维持高增长长达 11 年，而不是 10 年。毕竟，开始算的时候，10 年也只是个猜测。那么，干吗不是 11 年呢？"于是乎，你回到电脑前接着算。瞧！这次算出的股票价值比当前的市价就要高了。有这样"精确"的了解作后盾，你便"明智地"买入了股票。

这种游戏之所以能玩下去，是因为人们预测的增长期限越长，未来的股利流便会越大。由此可以看出，一只股票的现值完全可以随计算者的意愿而改变，以计算者的意志为转移。倘若 11 年也不能达到期望的效果，那 12 年或 13 年很可能就足够了。任何特定的"价值"总可以通过增长率和增长期限的某个组合计算得到。从这个层面上来说，由于存在人性的因素，要算出一只股票的内在价值根本就不可能办到。

《投资学》（*Investments*）的作者 J. 彼得·威廉森（J. Peter Williamson）在书中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举了个极好的例子来说明这一问题。他估算了 IBM 的现值或者说坚实基础价值，运用的是与我在上文描述的相同的一般估值原则——也就是说，通过估计 IBM 的股利增长有多快及增长时间有多长来进行估算。当时的 IBM 股票是美国国内最好的增长型股票之一，所以，威廉森首先做了个看似合理的假定，即假定 IBM 将在若干年之内保持一个相当高的增长率，此后便滑入增长率小得多的成熟期。他作估算时，IBM 尚未拆股，股价是 320 美元。

> 计算开始时，我预测该公司的每股盈利增长率是 16%，这个数字比该公司此前 10 年的平均值稍低一些……我预测 16% 的增长率会持续 10 年，之后便是无限期的增长，增长率……是 2%……我把这些数字带入公式，算出的内在价值是 172.94 美元，这个结果大约是当前市价的一半。

既然 IBM 的内在价值与市场价值相差如此悬殊，威廉森便断定自己对未来的估计或许不够准确。于是，他进一步试验：

> 预测 IBM 高于市场平均水平的增长只会持续 10 年，看来真的不合情理，所以我便把 16% 的预期增长率持续期延长到 20 年。得出的内在价值是 432.66 美元，大大高于其市价。

对于 IBM 高于市场平均水平的增长，倘若威廉森选择会持续 30 年，那他得出的预测结果便是 IBM 的销售额届时将大约占美国国民收入的一半。实际上，我们知道 IBM 在 20 世纪 80 年代中期停止了增长，在 20 世纪 90 年代初期还报告过几次巨额亏损，直到 1994 年在新管理层的领导下，才开始了强劲复苏。

从上述两个例子中，我们应记住的关键点是：坚实基础价值测算方法的数学精确性建立在预测未来这个暗藏风险的根据之上。计算时用到的主要基本面数据是无法确切获知的，这些数据只能算是比较粗糙的对未来可能发生情况的估计值——也许应该说是全凭猜测的数字。依靠猜测的数字，你可以说服自己以任何愿意支付的价格买入股票。

我认为即使在原则上普通股的价值基本上也是无法准确界定的。即便是万能的上帝也不知道一只普通股的市盈率究竟是多少才算合适。

5.7.3 警示 3：对雌鹅来说是增长，对雄鹅来说并非总是增长

对于特定的基本面因素，市场究竟会赋予多高的价值，也是使用基本面分析法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遇到的难题所在。毫无疑问，市场会重视增长，较高的增长率会与较高的市盈率结伴而行。但关键问题是：对于较高的增长率，究竟应该多支付多少？

这个问题并没有一成不变的答案。在某些时期，如20世纪60年代初和20世纪70年代，增长性尤其受到追捧，市场愿为展示出高增长率的股票付出极高的价钱。在另外一些时候，如20世纪80年代后期和20世纪90年代早期，高增长型股票的市盈率，较之一般股票的市盈率，却只是稍高一点。到2000年年初的时候，构成纳斯达克100指数（NASDAQ 100 Index）的增长型股票，其市盈率又达到了三位数。增长性有时会像郁金香球茎那样风靡一时，投资增长型股票的投资者曾痛苦地认识到了这一点。

从实际操作的角度看，市场估值有时会发生迅速变化的事实表明把任何一年的估值关系当做市场标准来接受都是极其危险的。不过，通过比较增长型股票当前和历史上的估值情况，投资者应至少可以杜绝类似郁金香球茎热所带来的那样沉重的打击。

5.8 为何基本面分析可能不管用

尽管基本面分析看起来非常合理，有着科学的外衣，但这种分析方法有三个潜在的缺陷：第一，分析师获得的信息和所做的分析可能不正确。第二，分析师对“内在价值”的估计值可能不正确。第三，市场可能不会矫正自身的“错误”，因而股票价格可能不会向内在价值的估计值收敛。

分析师对于每一家上市公司，不但研究其自身，也咨询有关行业专家，在此过程中会搜集到大量基本面信息。有些评论家指出，总体看来，这些信息都毫无价值。投资者靠有效信息（假定这些信息尚未被市场认知）挣到的钱，会因利用了错误信息而化为乌有。再者，分析师在收集信息过程中还耗费了相当多的时间和精力，投资者也由于依据这些信息进行交易而支付了交易费用。分析师可能也没有能力将正确的信息转化为对未来盈利的准确估计。对有效信息的错误分析，可能会使盈利和股利增长率的估计值远远偏离实际值。

第二个问题在于，即使信息正确，即使信息对未来增长的意义也得到了恰当的评估，分析师也可能做出错误的内在价值估计。上述的IBM例子表明，要把具体的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长估计转化成一个确定的内在价值估计值是多么困难。的确，勉为其难地试图计量内在价值，也许是缘木求鱼，吃力不讨好。分析师能获得的所有信息，可能已在市场上准确地反映出来了。股票的市价与内在价值之间存在的任何偏差，可能只是由内在价值的估计值不正确造成的。

最后一个问题是，即便信息正确，即使估计的内在价值也正确，你买入的股票仍然可能下跌。例如，假设生物降解瓶公司目前的市盈率为30倍，并假设分析师估计该公司能够长期维持25%的增长率。如果平均而言，预期增长率为25%的股票，其市盈率是40倍，那么，基本面分析师便可能得出结论认为生物降解瓶公司股票"便宜"，并推荐投资者买入。

但是，假设几个月后，增长率为25%的股票，在市场上的市盈率只是20倍。即使分析师当初估计对了增长率，他的客户也可能要赔钱，因为市场对增长型股票的价值重新做出了自己的估计。市场或许会采取让所有股票下调的方式来矫正自身的"错误"，而不是抬高生物降解瓶公司的股价。

股票估值发生这样的变化并没有什么了不得——这是市场情绪惯常应有的波动，我们以往就曾经历过。不仅股票整体的平均市盈率可能会迅速变动，赋予"增长性"的溢价也可能会迅速变化。因此，很清楚，我们不应想当然地以为基本面分析必然会成功。

5.9 综合使用基本面分析和技术分析

很多分析师综合使用分析方法，以判断个股是否有吸引力，是否值得买入。最合理明智的综合使用两种分析的做法，可以简单地归纳为以下三条规则。有毅力、有耐心的读者会看出，这些规则是建立在前面阐述的股票定价原则之上的。

5.9.1 规则1：只买入盈利增长预期能连续五年以上超过平均水平的公司

上市公司超乎寻常的长期盈利增长率是促成多数股票投资获得成功的唯一最重要的因素。苹果、谷歌以及其他所有历史上表现真正杰出的普通股均属增长型股票之列。虽然选中盈利增长的股票可能非常不易，但这却是投资要获得成功最需做到的事情。上市公司持续不断的增长，不仅会提高其盈利和股利，也可能使市场愿意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为这样的盈利付出较高的市盈率。因此，买入盈利开始快速增长的股票，投资者便有机会赢得潜在的双重好处——盈利和市盈率都可能提高。

5.9.2 规则2：千万不能为一只股票付出超过其坚实基础价值的价格

尽管我已论证过，也希望我的论证有说服力，你永远无法判断出一只股票的内在价值的精确值，但很多分析师觉得你可以大致地判断出一只股票何时看起来已达到了合理定价。一般来说，把市场整体的市盈率作为一个衡量标准会有助于你做出判断。增长型股票，其市盈率若与这一标准持平或并未高出很多，那么常常是很值得持有的。

以相当合理的市盈率水平买入增长型股票，会拥有很大的优势。如果你预测的增长数据结果证明是正确的，那你就可能获得与规则1有关的双重益处：仅仅因为盈利增长了，股价往往就会上扬，而且，当已实现的增长率得到认同的时候，市盈率也可能上升。例如，假设你买入一只股票，每股盈利为1美元，市价为7.5美元。如果盈利增长到每股2美元，如果市盈率也由7.5倍上升到15倍（因为该公司被市场认同，其股票现在可看做增长型股票），那么你不只是让投入的钱增值1倍，而是增值3倍。这是因为你当初每股7.5美元买入的股票，现在已每股价值30美元（15倍的市盈率乘以2美元的每股盈利）了。

现在我们来考虑一下事情的另一面。如果市场已经认识到股票的增长性，并将其市盈率哄抬到远高于一般股票的高度，那么购买这样的“增长型股票”就会有风险。这里的问题在于，很高的市盈率可能已充分反映了预期增长，倘若增长不能兑现，并且盈利实际上还下降了（或者实际增长只是比预期的慢），你肯定会遭遇不测，大赔其钱。此时，低市盈率股票若盈利增长便可能带来的双重好处，就可能变成高市盈率股票盈利下滑带来的双重打击。

有鉴于此，我们可以提出一个投资策略，就是买入尚未被市场认同的、市盈率并未高出市场平均水平很多的增长型股票。当然，预测股票的增长性非常困难。但是，如果开始的时候市盈率就很低，那么，即便股票的增长性没有实现，盈利反而还下降了，你受到的打击很可能也只是单一的；如果公司后来的盈利情况果真如你所料，那么好处却可能是双重的。这个策略是一条使你的赢面较大的投资佳径。

彼得·林奇（Peter Lynch）曾是麦哲伦基金非常成功的经理，现在已经退休。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他在该基金运营初期的数年中运用了上述投资策略，使这种投资方法的有利之处得到充分展示。对于每只可能要买入的股票，林奇会计算其市盈率与增长率之比，他只将这一比值相对较小的股票纳入自己管理的投资组合。这并不是购买低市盈率股票的投资策略，因为在林奇看来，一只增长率为 50%、市盈率为 25 倍的股票（市盈率与增长率之比为 1:2）比一只增长率为 20%、市盈率为 20 倍的股票（市盈率与增长率之比为 1:1）要好得多。谁像林奇一度做到的那样，能够正确地预测增长率，谁使用了这一策略，就会赢得优异的回报。

我们可以把以上讨论做个总结，将前两个规则重申如下：

> 寻觅低市盈率的增长型股票。如果增长性变成现实，常常会带来双重好处——盈利和市盈率均会上升，从而使投资者获得不菲的投资收益。同时，要小心提防市盈率很高的股票，因其未来增长性已被贴现。如果增长性未变成现实，这会带来双重的重大损失——盈利和市盈率均会下降。

5.9.3 规则3：寻找投资者可在其预期增长故事之上建立空中楼阁的股票

我已强调过心理因素在股票定价中的重要性。个人投资者和机构投资者并不是计算机，能计算出合理的市盈率，然后打印出或买或卖的投资决策。投资者都是感情动物——在做股市决策时，会受到贪婪、赌性、希冀和恐惧的驱使。这正是成功投资需兼备敏锐的智力和心理的原因。

在投资者心中产生“良好情感”的股票，即使增长率只属于一般水平，也可能在长时间内保持较高的市盈率；而“福气没这么好”的股票，即使增长率高于平均水平，它的市盈率也可能长期在低位徘徊。不可否认，如果某公司的增长性看来已确立时，那么其股票几乎必定会吸引一批追随者。市场并非不理性，但是，股票就像人类一样，某人的表现可以让甲兴奋不已，却可能提不起乙的兴趣，而且，如果盈利增长的故事总是受不到欢迎，那么市盈率的提高可能就幅度较小，速度也较慢。

所以，规则 3 说的是，你要扪心自问，你手里的股票，其故事是否能引起大众的喜爱。能从故事中生发出富有感染力的梦想吗？投资者能在故事之上建立空中楼阁——真正坐落在某个坚实基础之上的空中楼阁吗？

要遵循规则 3，你不必非得是个技术分析师。可能你只需凭借直觉或投机感便可以判断自己手里股票的“故事”是否可能引起大众的喜爱，尤其是能否博得机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者的欢心。然而，技术分析师恐怕要找到确凿的证据，才敢确信这个投资故事是否正在赢得大众的垂青。当然，所谓找到确凿的证据，无非就是发现一个上升趋势已经开始，或者发现一个能“可靠地”预示上升趋势将形成的技术信号已经出现。

虽然我在此给出的几个规则看起来非常合理，但重要的问题是这些规则能否真正发挥作用。毕竟，还有很多其他人也在玩这个游戏，而且绝不可以说谁能自始至终都是游戏的赢家。

在接下来的两章里，将考察技术分析和基本面分析的实际业绩记录。第 6 章思考这样一个问题：技术分析能奏效吗？第 7 章看一看基本面分析师的表现。这两章的内容应该会有助于我们做出评价，想想对专业投资人士的投资建议应该给予多少信任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章
Chapter 6

技术分析与随机漫步理论

事物的本质很少呈现在表象之上，
脱了脂的牛奶也可以假充护肤霜。

——吉尔伯特与苏利文（Gilbert and Sullivan）
《皇家海军围裙号》（*H. M. S. Pinafore*）

无论盈利、股利和风险如何，也无论高利率的阴霾如何笼罩在市场的上空，都不会让技术分析师放弃本职工作：潜心研究股票的价格变动。他们凭着对数字忠贞不二的投入，创造了最丰富刺激的分析理论，同时也使华尔街有了这样的行话俚语：“持涨杀跌”、“转持强势股”、“卖掉这只股票，它的表现弱于大盘”、“不可逆势而为”。这都是技术分析师开出的通行的“药方”。他们将投资策略建立在空中楼阁的梦想之上，并期待分析工具会告诉自己哪座空中楼阁正在建造之中，又如何“进入底层”占得先手之利。但问题是：技术分析管用吗？

6.1 鞋上有破洞，预测朦胧难解

有时，大学教授会被学生问道：“如果您果真那么厉害，又为什么不富有呢？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个问题通常会令教授耿耿于怀，因为在他们看来，自己之所以放弃挣得世俗财富的机会是为了投身于对社会显然有益的教育事业。若拿同样的问题去问技术分析师，可能会更加合适。既然技术分析的目的就是赚钱，人们恐怕有理由相信鼓吹技术分析的人将自己的理论付诸实践时应该能获得成功。

走近技术分析师，仔细一瞅，常会看到他们的鞋子上有破洞，衬衫的领口也磨损了。我个人从不认识什么成功的技术分析师，倒是见过好几个不成功的折戟沉沙、惨败不堪。然而，令人称奇的是，身无分文的技术分析师从来没有一丝悔意。如果你犯了社交礼仪上的错误，冒昧地问他为何如此穷困潦倒，他会坦诚率直地说之所以如此落魄，是因为犯下了是人都会犯的错误：没有相信自己的图表。有一次，我的一位图表师朋友请我共进晚餐，席间他就说过这样的话，我当场被食物噎着，弄得自己非常尴尬。此后，我就立了个规矩，永远不再和图表师一起吃饭。这不利于消化。

尽管根据自己给投资者的建议来操作，技术分析师可能不会富起来，但他们常备的分析文字却弥足珍贵。想想下面这条某技术分析服务机构给出的投资建议：

> 经过一段时间能量重新积聚之后，大盘开始上扬，发出多头信号。尽管如此，支撑区特征尚未明显出现，且目前道指上方40点处存在一个阻力区，因而，就此断言大盘将进一步展开多头行情，显然为时尚早。如果未来数周内底部支撑得到确认，且大盘突破旗形形态，则表明大盘将进一步上扬。万一底部被有效击穿，则中期下降趋势将会延续。就目前的形势来看，投资者很可能持观望态度，等待趋势进一步明朗，同时，大盘很可能窄幅波动。

如果你问我这些话是什么意思，我也无可奉告。但我想，给出建议的技术分析师心里想说的是："如果大盘既不上涨，也不下跌，那将保持不变。"即便是天气预报，也能做得比这更好。

看得出，我对技术分析师有偏见。不仅在个人情感上不接受他们，在专业上也看不上他们。技术分析是遭学术界很多人诅咒的一个职业。我们就是爱挑技术分析的刺儿。之所以这样，原因主要有两个：①对投资者来说，在支付交易成本和税金之后，技术分析法并不比"买入持有"的投资策略更为优越；②技术分析法本身就容易让人挑刺。虽然这看起来可能有点儿不公道，但请你记住，我们努力想做到的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正是节省你的金钱。

虽然计算机可能一度提升了技术分析师的地位，而且现在互联网上也可以广泛获取图表分析服务，但事实证明恰恰是技术的发展使技术分析师遭受学术界抨击的厄运。就在技术分析师们快速绘制出图表以说明市场正在向何处去之时，学者们也同样快速地忙着创立图表以揭示技术分析师的足迹到过何处。在计算机上很容易对所有的技术交易策略进行检验，于是，检验这些策略是否真正奏效便成了学者们最喜欢的一项消遣。

6.2 股市存在趋势吗

技术分析师认为了解一只股票过去的运行情况能够帮助预测这只股票未来会如何运行。换言之，就任何一天来说，此前一连串的股价变动情况对于预测这一天的股价变化非常重要。这不妨称做“墙纸原理”（wallpaper principle）。技术分析师试图依据过去的股价来预测未来的股价，正像我们可能会预测镜子后面的墙纸图案与镜子上方的完全相同。技术分析的基本前提就是空间和时间里存在着可以重复的模式。

技术分析师认为股票市场存在趋势。据称，一直在上涨的股票将继续上涨，而开始下跌的股票将继续下沉。因此，投资者应买入开始上涨的股票，继续持有手中的强势股；若股票开始下跌或表现不佳，则应卖出。

有学者利用美国主要交易所自20世纪初以来的股价数据，对这些技术分析的操作规则进行了彻底检验。检验结果表明，过去的股价变动并不能作为预测未来股价变动的可靠依据。如果说股票市场有记忆的话，也是微乎其微。虽然市场间或表现出一定的趋势，但这种趋势的发生并不可靠，并不值得人们信其存在，而且，股价趋势的持续性也不够长，不足以让跟踪趋势的交易策略总能获利。

有一套简单的检验，将一只股票在某一时段的价格变动与其后相邻时段的价格变动进行比较。例如，技术分析师常说，如果一只股票的价格昨天是上涨的话，那么今天就更有可能上涨。检验结果却是在过去的股价变动与现在和将来的股价变动之间，其相关性系数接近于零。上周的股价变动与本周的股价变动之间关系极小，对其他不同跨度的时间段进行检验，结果也是如此。所有已检验的不同时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段股价变动之间的相关性都极其微小，因而在经济意义上的利用价值也微不足道。尽管股市中会存在某种短期趋势（对此，第11章将更为充分地加以描述），但任何投资者只要在交易时必须支付交易费用和税金，都不可能因利用短期趋势而获利。

经济学家还对技术分析师的另一个观点进行了检验。这个观点认为市场上常会出现连续几天（或几周、几个月）股价朝同一个方向变动的情况。技术分析师将股票比做橄榄球场上的全卫，一旦获得了奔跑的势能，应该可以跑得很远。检验结果却表明事实根本并非如此。有时，一只股票的确一连几天出现正向变动（价格上涨），但是，有时你抛一枚标准硬币，也会出现一连串正面朝上的情况，而且，你遇到股价连续正向（或反向）变动的频率，也并不比你抛硬币时随机出现连续正面朝上或反面朝上的频率更高。技术分析师常说的所谓“持久模式”在股市出现的频率，并不比任何一个参赌的人“手气很顺时”连续赌中的频率更高。这是经济学家说到股价变动与随机漫步非常相似时所欲表达的意思。

6.3　究竟何为随机漫步

在很多人眼里，“随机漫步”看来简直是一派胡言。即便阅读报纸金融版面时最漫不经心的人也很容易发现股市中的“模式”。举个例子，请看图6-1中股价的表现情况。

看起来该图中明显有模式存在。开始时股价展开一波上涨，接着便掉头向下，开始了长时间地持续下跌。然后，下跌趋势受到遏制，股价又掀起新一轮持续上攻。人们看到这样的股价图时，不能不意识到这番描述是不言而喻的。那么，经济学家何至于如此近视，竟看不见肉眼能一目了然的模式？

坚信股市存在重复性模式，其原因在于统计幻觉。为了说明统计幻觉的影响，下面向你描述我曾要求学生参与的一个实验。我要求他们构建一个假想的股价走势图。股价开始时定为50美元，此后每个交易日的收盘价由抛掷硬币的结果来确定：若抛出后正面朝上，学生便假定股票当天收盘价较前一天收盘价上涨0.5个点；若抛出后反面朝上，学生便假定股票当天收盘价较前一天收盘价下跌0.5个点。图6-1就是其中一个学生做实验时得到的假想股价走势图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

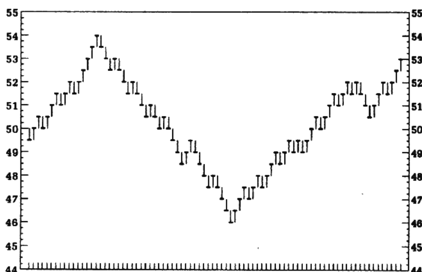


图 6-1 股价模式与随机抛掷硬币的结果

根据随机抛掷硬币画出的这张图，看起来与正常的股价走势图非常相似，甚至还呈现了周期性变动。当然，我们从抛掷硬币时观察到的这种显著的“周期性变动”，不会像真正的周期那样有规律地发生，但是，实际股价的涨涨跌跌也不会很有规律地发生。

这种规律性的缺乏正是问题的关键所在。股价走势图中的“周期性变动”和一般参赌的人碰到的连续好运或连续不顺一样，都不是真正的周期。股价当前似乎处于上升趋势中的“事实”，即便看起来与以前某时段股价上行的情形相似，也并不提供任何有用的信息，可据以确定当前上升趋势的可靠性或持续性。是的，在股市中历史往往会重演，但重演方式却是多得出人意料，任何通过了解过去的股价模式而从中获利的尝试，都会遭遇败绩。

在学生抛掷硬币得到的其他模拟股价走势图中，既有“头肩顶”形态，也有“三重顶”和“三重底”形态，还有其他更多只有内行才看得懂的模式。其中一张图呈现了“倒置头肩顶”向上突破的完美形态（这是一个信号强烈的多头模式）。我把这张图拿给我的一位图表师朋友看，说实话，他惊喜得如痴似狂。“这是哪家公司？”他大声叫道，“我们得立即买入，这个形态太经典了！毫无疑问，这只股票下周会上涨 15 个点！”我如实相告，说这张图是根据抛硬币的结果画出的，他的反应可就不友善了。图表师没有幽默感。《商业周刊》雇请一位技术分析师为本书第 1 版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作书评时，分析师极尽诋毁之能事，我得到了应有的报应。

我的学生通过完全随机的过程绘制了股价走势图。只要使用的硬币质地均匀，每抛掷一次得到正面朝上的机会就是50%，也就意味着股价上涨，同时得到反面朝上的机会也是50%，即股价下跌。就算他们连续抛出10次正面朝上，接下来抛出正面朝上的机会也还是50%。数学家将一个随机过程（像我们模拟股价走势图这样的过程）产生的一连串数字称为一次“随机漫步”。在股价走势图中，完全无法根据以前所发生的情况来预测股价的下一步变动。

股市也并不完全符合数学家的理想模型，理想模型应该是当前的股价变动与过去的股价变动之间完全相互独立。股价变动中还是存在一定趋势的。当利好消息出现时，对于股票的合理价格，投资者常常只是部分地调整自己的估计。缓慢的调整能让股价在一段时期内稳步上涨，从而造成一定程度的趋势。股价未能完全符合随机漫步的定义，使得金融学家安德鲁·罗（Andrew Lo）和克雷格·麦金利（A. Craig MacKinlay）合作出版了一本书，名叫《华尔街上的非随机漫步》（*A Non-Random Walk Down Wall Street*）。除了存在一些短期趋势之外，一直以来多数股价的平均值也伴随着公司盈利和股利的长期增长而呈现出一个长期上升的趋势。

但是，不要指望短期趋势会给你提供必然成功的投资策略，使你得以战胜市场。一个原因是，对于消息面，股价并非总是反应不足——有时也会过度反应，并且价格可能会出现突如其来的令人惊愕的反转。曾有两只共同基金根据趋势策略进行管理，一开始的投资收益便显著低于平均水平。即使当趋势出现（市场未能像随机漫步那样运行）的时候，市场中存在的系统性联系常常是非常微弱，以致对投资者来说没有什么利用价值。试图利用这些依存关系而必须付出的交易成本和税金比可能获得的利润要多得多。由此，随机漫步假说的“弱式有效形式”可准确地表述如下：

> **在管理投资组合时，投资者不可能从历史的股价变动中找到持续战胜“买入持有”策略的任何有用信息。**

如果随机漫步假说的“弱式有效形式”是正确的，那么，按照我的同事理查德·匡特（Richard Quandt）的说法，“技术分析与占星术就别无二致，两者都貌似科学”。

我并不是说技术策略从来就赚不到钱，那些策略常常会带来利润。关键的是只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要简单地采用“买入持有”策略（即买入并长期持有一只股票或一组股票），通常就能赚同样多的钱或更多的钱。

科学家想要检验某一新药的有效性时，通常会进行一项实验。在实验中，他们让两组病人都服用药丸——一组的药丸里含有所要检验的新药，另一组的药丸是没用的对照剂（糖丸）。然后，将两组病人服药之后的效果进行比较，只有当服用新药的一组病人的病情好于服用对照剂的另一组病人时，这种新药才被认为有效。很明显，若两组病人在同一时段病情都有好转，那么即使病人康复了，也不应对这种新药的有效性给予肯定。

在检验股市的“实验”中，与技术策略相比较的“对照剂”就是买入持有这一策略。技术策略的确经常为其使用者赚到钱，但买入持有策略也一样。的确，我们在后面的篇幅中会看到，简简单单地将一个股市大型指数所有成分股纳入投资组合的买入持有策略，在过去 80 年间为投资者提供了近 10% 的年均投资回报率。只有当技术策略与市场相比能够提供更好的投资回报率时，技术策略才可以被视为有效。然而，时至今日，没有任何一种技术策略能够始终如一地通过这一检验。

6.4 一些更为精细复杂的技术分析方法

痴迷于技术分析的人可能会不无理由地辩解说本人的观点有失公允。他们的理由是本人刚才描述的那些检验过于简单，根本没有对技术分析的“丰富多样性”给予公正对待。然而，令技术分析师遗憾的是，即便是更为精细复杂的技术交易策略，也已进行过科学的检验。下面就让我们仔细看看几个颇为流行的技术策略吧。

6.4.1 “过滤”体系

根据流行的“过滤”体系，如果一只股票跌到某个低点之后又上涨一定的幅度，比如说 5%（或者你想确定的任何其他的上涨幅度），那么据说这只股票便处于上升趋势。反之，如果一只股票从某个高点下跌 5%，则据说它已进入下降趋势。你应当买入任何一只自某个低点上涨 5% 的股票并一直持有，直到股票从随后的高点下挫 5% 时卖出，甚至还可以进行卖空操作。如果卖空，空头仓位应至少保持到股票从下一个低点处上涨 5% 时才平仓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“过滤”体系深受经纪人的喜爱。的确，这一技术策略就藏匿于经纪人钟爱且广为流行的“止损指令”的身后。如果客户持有的股票跌去买入价的5%，经纪人会建议客户发出“止损指令”卖出股票以“限制潜在损失”。经纪人的理由是下跌5%的股票大概将会步入下降趋势。

有学者对不同的“过滤”交易策略进行了彻底检验。检验时，要过滤掉的买入和卖出的“候选股”的涨跌百分比，放宽到1%～50%。同时，检验还涵盖不同的时间段，涉及的对象既有单只股票，也有股票指数。检验的结果呈现出惊人的一致性。如果把因采用“过滤”策略而产生的更高的交易成本考虑进来，那么，这些技术策略并不能持续胜过简单地买入个股（或股指）并在考察期内持有的投资策略。个人投资者若能避免使用任何“过滤”交易策略，或许还可以加一句，若对推荐采用这种策略的经纪人避而远之，将会获得更好的投资回报。

6.4.2 道氏理论

道氏理论（Dow theory）的精义可说是在阻力与支撑之间展开的一场激烈的拔河赛。当行情见顶回落时，这一顶点位置便界定了一个阻力区。之所以称为阻力区，是因为在高点处错过卖出机会的人，若再次得到这样的机会，会迫不及待地卖出股票。如果此后行情又上涨，并接近前期高点，那么按照道氏理论的说法，此时的阻力区正在“经受考验”。而此时也正是真理现身的时候。行情若突破阻力区，便很可能继续上扬一段时间，同时前期的阻力区也就成了支撑区；反之，行情若“未能穿越阻力区”，却跌穿前期的低点即前期的支撑位，那么空头信号便出现了，投资者会得到卖出的建议。

上述道氏理论的基本思想蕴涵这样一种操作策略：当行情上涨越过上一个高点时，应买入股票；当行情下滑跌穿前一个低谷时，应卖出股票。尽管道氏理论有着这样那样的问题，但其基本思想倒是成了技术分析师奉若圭臬的教条之一。

很遗憾，道氏理论这套机制所产生的技术信号对于预测未来股价变动毫无意义。卖出信号发出之后的行情演变与买入信号发出之后的行情演变没什么两样。与只是买入并持有市场平均指数所包含的代表性股票这一策略相比，遵循道氏理论去操作实际上还会稍逊一筹，因为投资者在按照这种策略买卖股票时，必然要额外支付很多佣金成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.4.3 相对强弱体系

根据相对强弱体系的要求，投资者应买入并持有表现优于大盘的股票，即比总体市场指数表现更好的股票；反之，则应避免买入与市场相比表现差劲的股票，或许还应卖空这类股票。虽然在某些时段里，看上去相对强弱策略的确会胜过买入持有策略，但是，没有证据支持前者能自始至终表现更优。前面已指出，确有一些迹象表明股市中有趋势存在，然而，用计算机对相对强弱策略在跨度为25年的时段进行的一项检验却显示在考虑交易费用和税金之后，这种技术策略对投资者并无什么益处。

6.4.4 量价体系

根据量价体系，一只股票（或市场整体）若放量上涨或价升量增，则表明市场上还有买方的兴趣未得到满足；相反，股票若放量下跌，则表明有抛售压力，空头信号便随之出现。

同样，投资者若要遵循这样的技术策略，得到的结果很可能也是令人失望的。这种策略所显示的买入和卖出信号根本就不包含任何有用的信息，可据以预测股价的未来变动。然而，同采用其他所有技术策略一样，投资者也被迫频繁地进行买进卖出的交易，从而致使交易成本和税金大大超过了买入持有策略。若将多出的交易费用考虑在内，那么投资者的投资业绩会劣于简单地买入持有一组多样化股票所带来的回报。

6.4.5 识读技术形态

或许一些更为复杂的图表形态，如第5章所描述的那些形态能够揭示股价的未来走向。例如，“头肩顶形态向下击穿颈线位”是一个可靠的空头预兆吗？图表分析的经典著作之一《技术分析》（*Technical Analysis*）[⊖]一书中这样写道：“谁也不能让一辆正以时速70英里疾驰的大型轿车立即停下来，并在一眨眼的工夫里掉转车头沿路反向行驶。”股票在掉头之前，随着经验丰富且消息灵通的交易者向“公众”

⊖ 即约翰·迈吉所著《股市趋势技术分析》一书。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慢慢地“派发”自己的股票，股价的变动应会形成若干种持续时间较长的反转形态中的一种。当然，我们知道有些股票会在很短的时间内发生反转（这种情形称为“不幸的 V 形反转”），但或许有些技术形态像古罗马的占卜者那样能准确地预知未来。不幸的是，计算机甚至对更加玄秘的图表技术也进行了检验，而检验的结果表明技术分析师的分析工具又一次出卖了他们。

在一次精心设计的研究中，计算机运用特地编制的程序绘制出在纽交所交易的 548 只股票 5 年间的走势图，并在指令下扫描所有的走势图，以识别属于 32 种最流行技术形态中的任何一种形态，同时特别注意头肩顶、三重顶和三重底、通道、楔形、菱形等形态。计算机工作起来一丝不苟（虽然让人觉得相当枯燥乏味），所以我们可以确信它不会错过任何有意义的技术形态。

每当计算机发现一个空头形态，比如头肩顶形态，并且此后股价向下运动击穿颈线位，朝“低领露肩装的低领”方向滑去（一个非常强烈的空头凶兆），计算机便记录一个卖出信号。另一方面，如果计算机发现三重底之后，股价出现向上突破（一个非常强烈的多头吉兆），它便记录一个买入信号。然后，计算机跟踪发出买卖信号的股票的表现，并将这些股票的表现与市场整体的表现进行比较。

检验又一次表明技术信号与其发出之后的股价表现之间看来没有任何关系。如果你只买入了发出买入信号的股票，卖出了发出卖出信号的股票，那么，在支付交易费用之后，你的投资业绩不会比买入持有策略来得更好。

6.4.6 人们天生难以接受随机性

人类生而喜爱秩序，很难接受随机性的概念。无论概率法则会告诉我们什么，我们还是会在随机事件中寻找模式，也不管随机事件在哪儿出现。不仅在股票市场，甚至在解释体育运动的现象时，人们都会寻找模式。

在描述篮球运动员的精彩表现时，体育记者和观众都会不约而同地使用这样的说法：“勒布朗·詹姆斯（LeBron James）手热得很！”或“科比·布莱恩特（Kobe Bryant）能连续出手得分”。无论篮球运动员、教练员，还是关注某支球队的其他人，几乎无一例外地深信，如果一名球员前一次投篮命中，或前几次投篮命中，那么他下一次投篮就更可能命中。然而，由心理学家组成的一个研究小组对此进行了研究，结果显示认为存在“手热”现象的看法纯属毫无根据的错误观念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些心理学家对费城76人队在一个半赛季里的每一次投篮都进行了细致的研究。他们发现相继投篮的结果之间不存在任何正相关关系。实际上，他们发现球员投中一球后下次投篮不中的可能性比连续两次命中的可能性还要略高一点。而且，这些研究者还考察了连续两次以上投篮的情况，他们又发现连续多次命中的次数并不比任何一组随机数据（例如抛掷硬币得到的数据，每次抛掷与前次之间相互独立）中连续出现相同的情况更多。尽管前两三次投篮命中这一“事件”会影响球员对下一次投篮是否能命中的感觉，但研究结果却言之凿凿地证明实际上并无任何影响。研究者后来又仔细查看波士顿凯尔特人队的自由投篮记录，并对康奈尔大学的男子和女子篮球队进行受控投篮实验，证实了自己的研究结论。之前数次投篮的结果会影响球员对之后投篮的预期，但不会影响他们的实际表现。

这些研究结果并不意味着篮球运动凭的是运气而不是技术。显然，有些球员比其他人更擅长扣篮和自由投篮。不过，我们在此要说明的关键点是，某次投篮命中的概率与之前投篮的结果之间是相互独立的。这些心理学家推测人们之所以坚定地相信“手热”现象存在，可能是缘于记忆偏差。如果连续命中或误投比交替命中或误投更容易被记住，那么观察者很可能高估连续投篮之间的相关性。有时事情确实会接二连三地发生，或连续成功或连续失败，出现这些情形时，人们就会寻找解释和模式。尽管这些情形也会在如抛掷硬币之类的随机数据中经常出现，人们还是拒绝相信这些情形是随机的。在股市中也是如此。

6.5 其他几个帮你赔钱的技术理论

击败多数常用的技术交易策略之后，学术界便将威风凛凛的矛头指向一些更为稀奇花哨的技术理论。如果没有技术分析师，金融分析的世界会平静得多，也沉闷乏味得多，下面的内容充分说明了这一点。

6.5.1 裙摆指标

有些技术分析师不满足于只研究股价的变动，于是拓展了调查研究的范围，将其他领域的变动也纳入自己的分析视野。在分析师创造的技术策略中，最迷惑人心的一种是由创立者艾拉·考伯雷（Ira Cobleigh）亲自命名的“牛市与裸膝”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论。根据该理论，如果你查看一下任何一年女士穿的连衣裙的裙摆高度，你便会知道这一年的股价走势。图 6-2 显示了这样一种松散的关系：女士穿着娇膝裸露的连衣裙时，股市便是向上攀升的牛市；喜爱观察女士的人大失所望时，股市也低迷不振。

例如，19 世纪晚期和 20 世纪初，股市相当沉闷，女士的裙摆也拖得很低，显得乏味无趣。但之后随着裙摆上移，人们也迎来了 20 世纪 20 年代的大牛市；接下来女士又流行穿长裙，伴随而来的是 30 年代的股市大崩盘（实际上，这幅图撒了一点谎：女士的裙摆在 1927 年是下降的，而这轮大牛市最波澜壮阔的阶段发生在此后）。

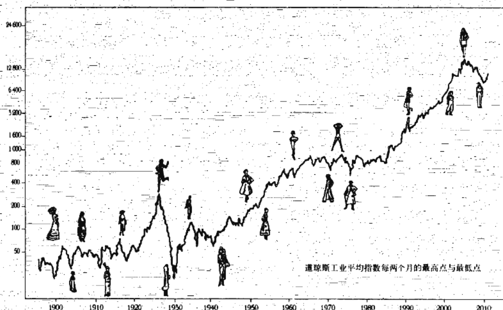


图 6-2 女士的裙摆高低与股市的牛熊变化

资料来源：Original chart reprinted by permission of Smith Barney; updated materials from author.

第二次世界大战结束之后，情况却没有这么相合。1946 年夏季股市大幅下挫，大大早于 1947 年以长裙为标志的“新风貌”的问世。同样，1968 年年底股市开始暴跌，而中等长度裙在 1969 年才非常流行，1970 年更是风靡一时。

在 1987 年股市大崩盘期间，裙摆理论的表现又如何呢？你或许以为裙摆指标失灵了。毕竟，1987 年春季，时装设计师开始将秋季裙装发向市场时，超短裙是理所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然的秋季流行款式。但大约在10月初，当秋风乍起吹遍全美的时候，一件奇怪的事开始发生了：多数女士认定迷你裙不适合自己了。她们重新穿起长裙，时装设计师也因此转而设计长裙。比尔·布拉斯（Bill Blass）[㊀]就宣称说："现在短裙在我看来太滑稽可笑了。"此后便是股市暴跌的历史了。21世纪前十年，股市遭遇了两次严重的熊市，情况又怎样呢？很遗憾，你已经猜到了，长裤成了时尚，女性商界领袖和政界人士在公众场合出现时总是穿着长裤套装。现在，我们知道这段时间股市走熊的真正元凶了。

即便看起来确实有一些证据对裙摆理论有利，也不要过于乐观地指望它能帮你找到合适的股市进出时机。女士现在已不再受裙摆高低这种时尚潮流不断变化的残酷束缚了。正如《时尚》（*Vogue*）杂志所言："现如今，你可以穿得像个女人，也可以穿得像个男人，下摆多长都没有问题。"恐怕这个理论在股市已无用武之地，该寿终正寝了。

6.5.2 超级杯指标

2009年，股市为何上涨？对于使用超级杯指标的技术分析师来说，这个问题很好回答。超级杯指标是指根据哪支球队赢得超级杯来预测股市的未来表现。如果超级杯由一支国家橄榄球联盟（NFC）的球队赢得，那么就预示着股市走牛，如匹兹堡钢人队赢得了2009年的超级杯；倘若超级杯由美国橄榄球联盟（AFC）的一支球队赢得，那么对股市便是利空消息。2002年，新英格兰爱国者队（美国橄榄球联盟的一支球队）打败了圣路易公羊队（国家橄榄球联盟的一支球队），股市果然剧烈下挫，应验了超级杯指标。虽然超级杯指标有时也会失灵，但它预测正确的时候比错误的时候多得多。自然，这并没有什么意义。超级杯指标的预测结果最多不过反映了这样一个事实：将两件毫不相干的事情联系起来，有时也是可能的。事实上，马克·赫尔伯特（Mark Hulbert）[㊁]曾报道过，股市研究者戴维·雷恩韦伯（David Leinweber）发现与标准普尔500指数最密切相关的指标乃是孟加拉国的黄油产量。

㊀ 比尔·布拉斯（1922—2002），美国著名时尚女装设计师。——译者注

㊁ 马克·赫尔伯特是《赫尔伯特金融文摘》的创办人，该文摘专门评价各种各样以财务顾问面目出现的投资通讯，在美国有一定的影响力。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.5.3 零股理论

零股理论认为，除了永远正确的投资者之外，无人能比永远犯错的投资者更有助于你制定成功的投资策略。许多人很迷信，认为"零股交易者"就属于这样一类人。因此，如果零股交易者卖出股票，你就买入股票，包赚不赔；如果他们买入股票，你就卖出股票，肯定没错。

零股交易者是指买卖股票不足 100 股（称为整股、一手）的人。股市上有很多业余投资者拿不出 5 000 美元购买一手（100 股）交易价为 50 美元的股票。他们更可能买入零股，比如说拿出 500 美元买入 10 股，做一笔为数更少的投资。

通过考察零股买入与卖出的比率（这类业余投资者在某一天买入的零股数与卖出零股数的比值），以及零股交易者究竟在买卖什么样的股票，据说人们就能够赚到钱。这类信息不灵通的业余投资者，大概买卖时全凭感情用事，没有专业投资者的洞察力，像正在街上被拖向屠宰场引颈待戮的羔羊。根据传说，他们总是出错。

事实却是零股交易者并非愚蠢的糊涂虫。有点儿傻？倒有可能。有迹象显示零股交易者的投资表现可能略逊于股市平均水平。然而，就可利用的证据来看，了解零股交易者的买卖情况对于制定投资策略并无助益。

6.5.4 再来几个体系

要是继续回顾技术交易策略，恐怕对你来说很快就会"报酬迅速递减"了。很可能没什么人当真相信关于股市的太阳黑子理论能为他们赚到钱。但是，如果有人告诉你，通过密切关注纽约证券交易所上涨与下跌股票的比率，便可以发现一个可靠的大盘是否见顶的重要指标，你会相信吗？利用计算机进行的一项细致研究告诉你：不能相信。你认为空头仓位（股票的卖空股数）增加是多头信号吗（因为持有空头仓位的人最终会购回股票平掉仓位）？对此进行的彻底检验显示，无论是股市整体还是个股，都不存在这种关系。你认为电视财经新闻网所推崇的移动平均线体系（例如，若一只股票的价格上涨超过此前 200 日均价，则买进；若跌破这一均价，则卖出）能引导你在股市收获超乎寻常的投资回报吗？如果你买卖股票时还得支付交易费用，那么这种移动平均线体系就不可能给你带来超常回报！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.5.5 技术分析大师

技术分析师可能做不到准确地预测股市，但他们毫无疑问都是些多姿多彩的人物。例如，在20世纪80年代，影响最大的股市大师是一个名叫罗伯特·普莱切特（Robert Prechter）的年轻人。在耶鲁大学读本科的时候，普莱切特对社会心理与股票市场之间的联系产生了兴趣。大学毕业后，他在一个摇滚乐队做鼓手混了四年，之后加入美林证券担任初级技术分析师。在美林，普莱切特偶然接触到汲汲无名的会计师R. N. 艾略特（R. N. Elliott）写的一本书。艾略特创立了一个玄而又玄的神秘理论，谦逊地将这一理论命名为"艾略特波浪理论"。艾略特立论的前提是：股市存在着可以预测的如同波浪一样波动的投资者心理，并且波动的投资者心理会推动市场自然而然地潮起潮落、涨涨跌跌。艾略特认为，通过观察投资者的心理波动可以识别市场的重要变动。普莱切特发现了这个理论，兴奋无比，1979年便从美林辞职，跑到不太合适的佐治亚州盖恩斯维尔市写起了投资通讯。

普莱切特初试身手的几次预测都准确得不可思议。20世纪80年代早期，他预测一波大牛市即将到来，道指有望在2 700点稍作停留之后攀上3 600点的高度。普莱切特是这个时代的"金甲骑士"，他指引着自己的追随者满仓踏入1987年的10月。

1987年10月之后，普莱切特股市大师的光环渐渐失色。应该夸他一句的是，在1987年10月5日，他的确说过股市"下跌10%的可能性是五五开"，此时道指仍处在2 600点以上，他还建议短线交易者和只是短期玩票的投资者抛空股票。不过，他建议机构投资者应坚守仓位，以迎接道指最终抵达3 686点。1987年10月股市大崩盘之后，道指接近2 000点，普莱切特转而长期看空，推荐投资者持有短期国债。他预测"这轮大牛市很可能已告终结"，并预测到20世纪90年代初时，道琼斯工业平均指数将暴跌至400点以下。因为没有建议投资者再行购买股票，普莱切特整个错过了20世纪90年代的大牛市。对于大受欢迎的投资导师来说，这不啻为致命的创伤。不过，此后他一直看空股市，在21世纪初股市崩盘期间，他的确重新获得了一些人的追捧。这也只能证明，一个人若始终预测股市下跌（或上涨），总有蒙对的时候。

普莱切特之后的股市大师，便是投资银行雷曼兄弟的执行副总裁伊莲·高萨瑞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莉（Elaine Garzarelli）。高萨瑞莉并非只关注某个单一指标的一根筋，她一头扎进金融数据的海洋，使用13种不同指标来预测股市的走向。她总是热衷于研究极其重要的细节问题。在孩童时代，她就经常从自家附近的屠夫那里弄来动物器官，乐此不疲地解剖研究。

高萨瑞莉可谓是预测1987年股市大崩盘的“罗杰·巴布森”。这年8月，她转而看空股市，在9月1日之前不断建议客户出清股票彻底离场。到10月11日，她几乎全然断定崩盘已迫在眉睫。两天后，她做出近乎看穿未来的可怕预测，告诉《今日美国》（*USA Today*）[⊖]道琼斯平均指数很快就会下挫500点以上。未出一周，她的预测不幸而言中。

但是，对这次股灾的准确预测却成了高萨瑞莉的绝唱。正当媒体给她加冕“黑色星期一预言大师”，颂扬文章在《大都会》（*Cosmopolitan*）和《财富》等各类杂志上频频刊载之时，她却“淹死”在自己对未来的预测的之中，或者说因恶名远播而“溺毙”。因为股灾之后，她说不愿再碰股市，并预测道指还将下挫200～400点。这样一来，高萨瑞莉便错过了此后的股市大反弹，而且，那些把资金交给她管理的投资者更是痛苦失望。在说明为何不能始终表现优异时，她给出了技术分析师由来已久的解释：“我没能相信自己的图表。”1994年晚些时候，高萨瑞莉和雷曼公司分道扬镳。

在20世纪90年代中期，最为灿烂夺目的投资大师或许是一帮来自贝尔斯城（Beardstown）的朴实的祖母级人物（平均年龄70岁）。专门做宣传的人把她们誉为“我们这一代最伟大的投资思想家”。这些声名鹊起的老奶奶捏造投资业绩，煽风点火大肆炒作，卖掉100多万册有关书籍，在全国性的电视节目和周刊上频频亮相。她们竟然生拉硬扯，把投资的成功秘诀（恪守“处于中心地位”的辛勤工作和常做礼拜这两个美德）与美味烹调食谱（股市松饼——确保蓬松）搅和在一起。在1995年出版的畅销书《贝尔斯城女士常识投资指南》中，她们声称自己10年来的投资回报率年均为23.9%，大大超过了标准普尔500指数年均14.9%的回报率。她们表示，寻常百姓若遵循她们的投资建议，也能和她们一样干得出色。这是多么不同凡响的故事啊：来自中西部的老婆婆，凭借常识就能把华尔街报酬过高的专业人士彻

⊖ 《今日美国》，一份发行全美、富有影响力的日报。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底打败，甚至还能让指数基金颜面尽失！

不幸的是，人们发现这些女士写的书也是“烹调出来”的。据说，贝尔斯城这伙人对于她们的“投资俱乐部会员费”也算做股市投资的一部分回报。有关部门请来普华会计师事务所进行审计，算出这些女士过去10年的真实投资回报率是年均9.1%——这几乎比大盘年均回报率还低6个百分点。想通过崇拜投资偶像得以致富的故事，就说这么多吧。

上述故事给我们的教益是显而易见的。既然有这么多的技术分析师在预测股市，总会有一些人说对一次甚至几次行情反转，但绝对没有一个人能做到一贯正确。对于以上故事，可用一句类似《圣经》上的警句来做一个总结：“谁若回首市场先知所作的预言，必将死于悔恨。”

6.6 为何技术分析师仍能安居乐业

看来已非常清楚，在科学检验之下，解读图表的分析技术只配与炼金术相提并论。对五花八门的技术分析方法所做的研究有个惊人一致的结论，即没有任何一种技术分析方法能够始终优于买入持有这一对照策略。因此，技术方法不可能用来制定有效的投资策略。这正是随机漫步理论的基本结论。

我以前的一位同事认为资本主义制度会铲除一切无用的生长之物，诸如“生长茂盛”的技术分析师之流都会被清理剔除。他经常说：“华尔街上这些现代占卜师的日子屈指可数了。证券经纪公司不久就会知道没有技术分析师提供服务，他们照样可以运作自如。”技术分析师的继续存在却说明资本主义制度可能也像我们多数人种植花木那样，不能完全做到去莠存良。我们都喜欢看到最好的花木茁壮成长，但随着夏季悄然临近，疯长的杂草常常让我们束手无策。

问题的关键是技术分析师在证券经纪公司“绿化环境”的活动中经常扮演着重要角色。技术分析师总是劝告投资者交易——几乎每个技术交易策略都涉及一定交易量的买进卖出操作。有交易就有佣金，而佣金正是很多经纪公司的命脉。技术分析师不会帮着为客户制造出“游艇”，但他们的确帮着带来交易量，从而为证券经纪公司提供了“游艇”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.7 评价技术分析师的反击

你可能想象得到，随机漫步理论对图表分析的排斥，在技术分析师中是不会获得完全支持的。倡导这一理论的学术界人士在华尔街的一些地方受到“热情礼遇”的情景，仿佛伯尼·麦道夫从看守所里出来“作客”商业信用局（Better Business Bureau）[⊖]一样。在技术分析师看来，这一理论“纯粹是学术界不切实际的痴人说梦”。那么，就让我们来评价一下不断遭受学术界抨击的技术分析师所做的反击吧。

最常见的对随机漫步理论弱点的“投诉”或许是源于对数学的不信任，以及对该理论内涵的误解。“市场并不是随机的，”他们抱怨说，“任何数学家都无法让我信服市场是随机的。”甚至连在华尔街的天地里以亚当·斯密自居的敏锐评论家[⊜]也显示出了对这一理论的误读，他写道：“我想，即使随机漫步论者已宣布用数学完美地证明了随机性，我还是要坚信，从长期看未来的盈利会影响现值，而在短期占主导地位的因素则是大众的情绪。”

当然，盈利和股利会影响股票价格，大众的情绪也会有影响。关于后者，我们在前面几章中已看到了充分的证据。但是，即便在某些时期，股市会受到大众非理性行为的控制，股市的表现很可能依然类似于随机漫步。最初，有人为了说明随机漫步，将其类比为醉汉在空旷的田野里蹒跚而行，他的步伐不是理性的，但同样也是不可以预知的。

此外，关于一家公司会有什么新的基本面信息（如大规模矿山罢工、总裁死亡等）也是无法预知的。新的基本面情况会随着时间的流逝随机发生。的确，有关公司的新闻就算是接二连三地出现，也必定是随机的。倘若一条新闻的出现并非随机，也就是说，倘若这条新闻的出现依赖于前一条新闻，那么它根本就不算什么新闻。随机漫步理论弱式有效形式的内涵只是：无法依据过去的股价来预测未来的股价。所以，上面所引述的这类批评驴唇不对马嘴，因而也就无效了。

⊖ 商业信用局，一种非营利性民间组织，提供帮助消费者进行购买决策的商业信用报告，旨在维护社会风尚，使人们免遭不正当、欺诈性厂商行为的诓骗。——译者注

⊜ 指《金钱游戏》（*Money Game*）的作者。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术分析师还会举出这样那样的具体技术策略，证明学术界并未检验所有已创立的技术策略。这说得很正确，但是，无论技能多么娴熟，也没有哪位经济学家或数学家能够令人信服地证明技术方法绝对不起任何作用。学术界所能阐明的是，利用股价走势形态中包含的少量信息所获得的回报，并未表明可以弥补利用这点儿信息进行交易所产生的交易费用和税金。结果，我收到如潮水般的来信，指责我在本书以前数版中没有提到来信者特别钟爱且确信真正有效的某某技术交易策略。

虽然未免有些轻率，但是我还是要冒险地指出，恐怕任何技术交易策略，不管它是什么样的，都不能起到一时半会儿的作用。首先，人们确信“真正有效”的策略并未经过充分的检验；其次，这些策略即使有效，也必定会被它们自己击败。

每年都有大量的人兴致勃勃地奔赴拉斯维加斯和大西洋城的赌场。他们仔细观察轮盘赌中最新胜出的几百个数字，希望找到某种重复模式。通常，他们会找到一种模式，留下来直到输得精光。之所以输得一干二净，是因为他们没有重新检验自己发现的所谓模式。[⊖]对技术分析师来说，同样的事情也会发生。

如果你仔细观察过去任何一个时段的股价，你几乎总能找到某种在这个时段里有效的技术策略。如果你尝试足够多的不同的选股标准，最终总会找到一个策略，能选出这一时段表现最好的股票。

我举个例子来说明一下。假设我们考察 2005～2009 年这 5 年间的股价和成交量记录，以期从中寻找这一时段内有效的技术交易策略。从事后来看，总能找到一个奏效的技术策略。例如，或许你本应该买入同时具备以下标准的股票：代码以 X 或 D 开头；日交易量至少为 80 000 股；在此前 5 年里盈利增长率每年在 10% 以上。这里的关键是，我们显然有可能在事后描述出哪种类型的股票在这 5 年间表现最为出色。当然，真正的问题是，这个策略在不同的时段是否有效。多数技术分析倡导者，除了将他们的策略与制定策略时段的市场数据相验证之外，通常都未能将策略与其他时段的市场数据进行验证。

即使技术分析师遵循我的建议，在多个不同的时段检验自己的策略，并发现该

⊖ 实际上，爱德华·索普（Edward O. Thorp）还真发现了一个稳赢“21 点”的方法。索普把这个方法在《打败庄家》（*Beat the Dealer*）一书中和盘托出。此后，赌场都改变招数，在赌局中使用多副纸牌，以增加算牌者的难度。要是这样还不起作用，赌场便使出最后一招，将算牌者驱离赌桌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略能可靠地预测股价，我仍然相信技术分析最终必定没有价值。为了说明这一点，假定技术分析师已找到一个可靠的“年底回升效应”，也就是说，每年圣诞节与元旦之间股价会上涨。问题是，一旦这样一条规律为所有市场参与者所知，人们所采取的行动必然会阻止这一效应在将来发生。⊖

任何成功的技术策略最终必然会自取其败。一旦意识到股价在元旦之后比圣诞节之前会更高，我在圣诞节来临之前就会动手买入。如果人们知道一只股票明天将上涨，你可以断定这只股票今天就会上涨。股市中的任何规律若能被发现，且能据以产生利润，都必将自取其败。我之所以深信无人能成功地使用技术方法在股市获得高于平均回报，这是根本原因。

6.8 对投资者的启示

股价过去的走势不可能以任何有意义的方式用于预测未来的股价。技术策略通常都很有趣，也让人感到安慰，但绝无任何实际价值。这便是有效市场假说弱式有效形式的核心思想。各种技术理论只是富了炮制和营销技术服务的人，以及雇用技术分析师的经纪券商。这些经纪券商希望分析师的分析有助于鼓动投资者更频繁地进行买入卖出的交易，从而为其带来佣金收入业务。

使用技术分析确定股票买卖时机的做法尤其危险。因为股票市场有着长期向上的趋势，所以，有时持有现金可能风险非常大。有些投资者为避开市场阶段性下跌，而经常保持大量现金头寸，在市场迅猛涨升的某些阶段，他们很可能会被排斥在市场之外。密歇根大学的 N. 纳盖特·西布恩教授（N. Negat Seybun）发现，在一个为期 30 年的时段里，在重大的市场获利中，有 95% 的部分来自其间约 7 500 个交易日中的 90 天。如果你碰巧错过了这 90 天，虽然这些日子只占全部交易日 1% 多一点，其间股市提供的丰厚的长期回报却都一笔勾销了。所以，这里应记住的是，择机交易的人必然会冒着风险，错失为数不多而对投资业绩却有重大影响的几次短暂的大幅飙升行情。

⊖ 倘若只有一个人知道这样一条规律，他就会独自运用，直到积累了足够多的财富。他当然没有积极性让别人也知道从而分享这一真正有用的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里所做的分析给投资者的启示非常简单。如果在过去的股价中，只包含很少或根本不包含有助于预测未来股价的信息，那么便没有意义去遵循任何技术交易策略，以期捕捉买卖股票的时机。只是简单地采用买入持有的策略，至少不逊色于使用任何技术交易策略。终止订购没有价值的技术服务吧！回避那些看图表、不断劝诱你买进卖出的经纪人吧！

买入持有策略还有一个重要优势。不停地买进卖出，即便还能赚钱，带来的资本利得也需纳税。而买入持有策略，却能让你推迟或者避免交纳资本利得税。遵循技术交易策略，你可能会实现短期资本利得，但缴纳的税款会比采用买入持有策略更多（且纳税的时间也更早）。因此，只是买入并持有符合理财目标的多样化投资组合，会使你节省投资费用、经纪佣金和税款，同时还能实现至少与使用技术分析一样好的投资总回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章
Chapter 7

基本面分析究竟有多出色

我怎么这么糊涂，竟信任那帮专家？

——约翰 F. 肯尼迪（John F. Kennedy）

在猪湾事件之后如是说

一开始，他是个统计师，穿着浆过的白衬衣和磨得很薄的蓝色套装。他静静地戴上绿色遮光眼罩，在办公桌前坐下，小心翼翼地记下所跟踪公司的以往财务数据，唯恐漏掉任何细节。结果，由于长时间记录，手都写得抽筋了。但后来他开始了蛹虫化蝶的转变。他从桌边起身，买来一件件领口带扣的蓝色衬衣和灰色法兰绒套装，把眼罩丢弃一旁，开始实地考察起了公司——以前在他的印象里，那些公司不过就是一堆财务统计数据。他的头衔也跟着变成了证券分析师。

时光如水般流逝，他的薪资和津贴吸引了女性崇拜者的注意，她们羡慕高收入，也纷纷穿上了套装。原本普普通通的他们，现在几乎人人乘飞机坐的是头等舱，嘴里念念叨叨的除了钱、钱，还是钱。这些新生代是紧跟潮流的时髦一族，套装已过时，古奇鞋和阿玛尼休闲裤大行其道。他们才华横溢、知识渊博，简直令人难以置信，连投资组合经理也得依赖他们推荐股票，华尔街上的公司也越来越多地使用他们培育投资银行业务客户。他们是研究股票的明星。不过，有人窃窃私语，刻薄地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说他们是投资银行界的男盗女娼。

7.1 来自华尔街和学术界的观点

无论怎么称呼他们的头衔，带侮辱性的也好，别样的也罢，他们当中绝大多数都是基本面分析师。正因为如此，对于质疑技术分析有效性的学术研究，多数专业人士并不觉得有什么意外。从本质上说，华尔街的专业人士都是基本面分析师。然而，真正重要的问题是：基本面分析究竟是否有用。

关于基本面分析的有效性问题，有两种相互对立的观点。华尔街人认为基本面分析变得越来越强有力。面对专业投资组合经理和基本面分析师团队，个人投资者现在几乎没有任何战而胜之的机会。

学术界很多人对这种狂妄自大的夸夸其谈嗤之以鼻。有些学者甚至断言，被蒙住眼睛的猴子朝股票列表投掷飞镖选股，也能与专业投资组合经理不相上下。他们认为基金经理及其基本面分析师在选股方面，并不能比业余之极的投资者做得更为出色。

对于这个问题，我个人的观点不像许多学术同仁那样极端。不过，了解学术界在这个问题上所做的大量研究，对明智的投资者来说还是极其重要的，是不可或缺的。本章将叙述在学术界与市场专业人士之间持续进行的口诛笔伐大战中的这场重大战役，同时阐明这场战役为何与你的钱袋息息相关。

7.2 证券分析师果真是天眼通吗

预测未来盈利是证券分析师得以存在的理由，是其安身立命的根本。《机构投资者》（*Institutional Investor*）杂志曾有文章说："盈利是玩股票时最核心的问题，而且将永远如此。"

为了预测盈利的未来走向，分析师通常会从观察盈利"曾漫游何处"入手。"已被证实的盈利增长记录，"一位分析师告诉我，"是判断未来盈利增长的一个非常可靠的指标"。如果公司管理层真的善于管理，就没有理由认为他们将来会失去点石成金的米达斯之手。如果这个精明强干的管理层团队继续执掌公司的舵轮，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来盈利增长的航路理应延续过去的航向。这就是分析师的推论过程。虽然这种论证听起来十分像技术分析师使用的论证，但基本面分析师却拿这样的事实引以为傲：这种论证是建立在具体的、已被证实的公司业绩基础之上的。

这种思考问题的方式在学术界是“得不到及格分”的。在学术界看来，计算过去的盈利增长，对于预测未来的盈利增长，根本就没有帮助。假设你知道所有公司在某个时期，比如说1980～1990年的盈利增长率，这也丝毫不会有助于你预测这些公司在1990～2000年将实现怎样的增长。同样，分析师知道了20世纪90年代有哪些快速增长的公司，也未能帮助他们找到21世纪初快速增长的公司。这一惊人的结论首次披露于英国学者研究本国公司的一篇文章中，文章的题目很吸引人，叫做“乱七八糟的增长”。普林斯顿大学和哈佛大学几位博学多识的学者运用同样的方法研究了美国公司，令人吃惊的是，结论如出一辙。

“IBM！”有人立即叫道：“别忘了IBM！”我的确也记得IBM，它曾在几十年里保持着稳定的高速增长。它的业绩增长一度出类拔萃，辉煌得耀眼，简直就是个例外。但在20世纪80年代中期之后，即便强大如IBM，也未能延续可靠的增长模式。我还记得宝丽莱、柯达、北电网络、施乐以及其他众多公司，它们都曾实现过持续的高速增长，直到有一天“屋顶坍塌”，神话终结。我希望你记住的不是当前有哪些“例外”的公司，而是一个普遍情况：华尔街有很多人拒绝接受这样的事实，即不可能从过去的记录中得出可靠的模式，以帮助分析师预测公司的未来增长。即使在20世纪90年代经济繁荣发展的时候，也只有1/8的大公司每年实现了持续增长。而在进入新千年的头几年里，甚至没有一家大公司继续享有增长。分析师不可能预测到连续的长期增长，因为这本来就不存在。

然而，好的证券分析师会说，对于预测盈利，还有比只是考察过去的业绩记录多得多的事情。有些证券分析师甚至承认，过去的业绩记录并不是一个完美的衡量因素。我和约翰·克莱格决定不去考察会进入实际预测过程中的每一个因素，而是将注意力集中在最终结果也就是预测本身上。

以客观独立的学术研究作掩护，我们发函给19家从事基本面分析最负盛名的华尔街公司，向它们索取对标准普尔500指数大样本量成分股公司所做的未来一年和五年的盈利数据。然后，我们将这些在几个不同时期所作的估测数据与相关公司的真实数据进行比较，考察分析师预测短期和长期盈利变化的准确性如何。比较下来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果出人意料。

直言不讳地说，这些证券分析师（基于行业研究、工厂参观等）认真估测的数据，并不比通过简单外推以往的盈利趋势得到的估计情况准确多少，而我们已看到后者也根本无助于预测未来。其实，与实际的盈利增长率数据比较起来，证券分析师所作的五年期估测数据，还不如几种幼稚的预测模型来得准确。

例如，有个用来与分析师估测数据相比较的“对照剂”是一个假设，即假设在社会经济中，每家公司享有的盈利增长率将与国民收入的长期增长率大致相当。结果，若你使用这种幼稚的预测模型，那么你在预测公司长期盈利增长率时，出现的偏误常常比分析师的专业预测还要小。

在确定证券分析师对公司所作“诊断”的有效性时，我们使用的方法，与先前用于评估技术分析师开具的“药方”时完全一样。我们把跟踪专家而得到的预测结果，与无须专业技能的几个幼稚预测模型所得到的预测结果进行比较。有时，这些幼稚的预测模型效果非常好。例如，要是想预测明天的天气状况，你就预测与今天的一模一样，会预测得相当准。尽管这样预测会错过天气中的每个重要变化，但在多数日子里还是颇为可靠的。你想，有多少天气预报者能做得比这更好呢?

面对估测五年期增长率的不佳记录，那些证券分析师窘迫不安地老实承认五年的时间实在是太长，无法作出可靠的估测。他们觉得应该根据预测一年期盈利变化的能力来评判他们。信不信由你，检验结果表明他们对一年期的预测甚至比五年期还要糟糕。

分析师抱着冒险一试的态度予以反击。他们抱怨说，根据涵盖范围广泛的行业预测来评判他们的表现是不公平的，因为人人都知道预测高科技公司和各种“周期性”公司的盈利是极其困难的。“看看我们对公用事业公司预测的表现吧”，一位分析师信心满满地说。于是，我们照他的话做了，但结果却不招他们喜欢，甚至对“稳定”的公用事业公司的预测，居然也相去甚远。这便让我们在研究中有了第二个重要发现：没有一个行业是容易预测的。

此外，事实证明，也没有哪位分析师能够持之以恒地胜人一筹。当然，每年都有一些分析师，其表现确实远胜于平均水平，但花无百日红，我们没发现他们的预测表现有什么持续性。在某年比一般同行表现更出色的分析师，在下一年丝毫也不比其他人更有可能作出上乘的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上研究发现已得到其他几位学者的证实。例如，哈佛的迈克尔·森德里特（Michael Sandretto）和麻省理工的苏迪尔（Sudhir Milkrishnamurthi）对分析师跟踪最多的1 000家公司的一年期预测进行了大规模研究。他们的研究结论令人惊愕：每年的预测错误率特别一致；在一个为期五年的时段里，分析师每年平均错误率是31.3%。如果财务预测看上去像科学，那么占星术看起来就令人肃然起敬了。

从以上所有的“指控”中，我们要传达一个极为严肃的观点：证券分析师极难履行预测公司赢利前景这一基本职责。投资者在做投资选择时，若盲目信赖证券分析师的预测，必将大失所望。

7.3　水晶球为何浑浊不清

如果你得知训练有素、薪酬丰厚的专业人士可能并不特别擅长自己的职业，那你总会有点儿震惊。遗憾的是，这并没有什么稀奇。在多数职业中，都能找到类似的情况。比如说，医疗卫生界就有一个经典例子。曾有一段时间，扁桃体切除术非常流行。其间，美国儿童健康协会对来自纽约市公立学校、年龄为11岁的1 000名儿童进行了一项调查，发现其中611人已切除了扁桃体。随后，一群医生对余下的389名儿童进行检查，挑出174人建议做扁桃体切除术，并宣布其余的孩子扁桃体没有问题。接下来，另一群医生对剩下的215名学生重新检查，医生建议其中的99人做扁桃体切除术。当116名“健康”儿童第三次接受检查时，又有相似比例的孩子被告知扁桃体需要切除。经过三轮检查，只剩下65名儿童未被建议切除扁桃体。余下的这些儿童没有接受进一步检查，因为已经没有医生来做检查了。

众多研究都显示了与此类似的结果。放射科医师在读取X光图像板时，有30%的肺病症状看不出，尽管X光摄片上已清晰地显示了肺病症状。另一项实验证明，精神病院的专业人员分辨不清心智健全者与精神失常的病人。我这里要说的关键点是，无论谁有多么专业，我们都不应想当然地认为他的判断可靠而准确。当你想到如此之多不同专业的人做出的判断可信度很低时，鉴于证券分析师的预测工作特别困难，你就不会对分析师的预测不准确感到太意外了。

我认为有五个因素可以帮助解释证券分析师为何在预测未来时困难非常之大。这五个因素是：①随机事件的影响；②公司利用“寻机性会计处理方法”制造出靠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不住的财报盈利；③分析师自身出了错；④最佳分析师流向销售部门或转而管理投资组合；⑤研究部门与投资银行部门之间的利益冲突。每个因素都值得做一番讨论。

7.3.1 随机事件的影响

很多影响公司盈利基本前景的重要变化，从本质上来说都是随机的，换言之，都是不可预知的。就拿前面提到的公用事业这个行业来说，它大概是最稳定和最可靠的行业之一。但实际上，即便对这个行业来说，也有很多重要的不可预知事件使得盈利极难预测。整个20世纪后期，各州公用事业委员会经常作出意外的不利裁定，使公用事业公司无法将迅速增长的市场需求转化为更高的利润。在20世纪70年代和21世纪初，分析师对盈利的预测大失水准，因为他们未能预计到国际油价会急剧上涨，从而导致燃油成本上升。而在20世纪90年代，分析师又未能完全理解政府管制放松和市场竞争对减少电话和电力公用事业的利润率会产生多大程度的影响。因此，事实证明，即便是“稳定”的公用事业行业，预测起来也极其困难。

就其他行业而言，预测上的困难更是有过之而无不及。我们在第4章已看到，2000年年初，对各种各样高科技和电信公司所进行的增长预测都错得离谱。美国政府的财政预算、国家订单、立法、监管等各项决策，都可能对单个公司的命运产生巨大影响。以下一些因素同样也可能带来巨大影响：管理层核心成员因故不能正常履行职责、某个重要的新产品问世、处方药发现存在缺陷、油井发生重大喷溢事故、恐怖袭击、新竞争对手进入、价格战、洪水和飓风之类的自然灾害，等等。影响公司盈利的不可预知事件可谓无穷无尽。

7.3.2 公司利用“寻机性会计处理方法”制造出靠不住的财报盈利

一家公司的利润表可以比做一件比基尼泳装——它所显露的部分固然引人关注，而遮掩的地方却至关重要。安然是我所知道的在腐败舞弊方面最富有创造性的公司之一，在这方面，它可谓领导了展示美艳泳装的队列。可悲可叹，安然远非独此一家！在20世纪90年代后期的大牛市期间，出于股价推升的需要，许多公司日益大胆地编造谎言，报告销售和盈利不断高涨。

在红极一时的音乐剧《金牌制作人》（*The Producers*）中，里奥·布鲁姆（Leo Bloom）认定自己能够从一部演砸的音乐剧中赚到比演出大获成功还要多的钱。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说："这与寻机性会计完全一样。"布鲁姆的客户马克斯·比亚里斯托克（Max Bialystock）听了这话，立刻从中看出了投机取巧的可能。他从富孀们那里骗取大量钞票，为一出百老汇音乐剧《希特勒的春天》筹集资金。他盼望着演出一塌糊涂，这样一来，便没人会追究这些钱的去向。

实际上，布鲁姆的伎俩根本无法与有些公司使用的招数相匹敌，这些公司耍弄各种花招夸大盈利，蒙骗投资者和证券分析师。在第3章里，我描述了20世纪80年代后期巴里·明克的故事，他通过精心编造虚假信用卡收费和虚拟合同，打造出了一个地毯清洗帝国——ZZZZ Best公司。但在20世纪90年代和21世纪初，会计舞弊看上去更加频繁了。濒临倒闭的网络公司、高科技领先企业，甚至"旧经济"的蓝筹公司，全都试图大肆宣传盈利，误导投资界。证监会主席阿瑟·里维特（Arthur Levitt）2001年卸任时，发出警告说："我们看到（会计）假象或花招比以往任何时候都要多。"

下面仅列举几个例子，简要地说明一下公司如何经常像拉扯太妃糖一样歪曲使用会计准则，误导分析师和大众对其真实经营状况的了解。

- 2001年9月，安然与电信运营商Quest公司需要对外显示它们的营业收入和利润仍在迅速增长。两家公司琢磨出了一个极好的办法，让自己的财务报表显得业务正在顺利发展。具体做法就是，以虚夸的5亿美元价格交换光纤网络的承载能力，两家公司各自都将这笔交易计为一次销售。由此，双方的利润都膨胀了，持续恶化的局面得到了掩饰。实际上，Quest公司的承载能力本已过剩，而且市场充斥着过量光纤，这笔交易的定价也完全没有合理性。
- 摩托罗拉、朗讯和北电网络都曾向客户提供大量商业信用以提升销售收入和盈利。其中很多应收账款变成呆账、坏账，后来只好核销。
- 施乐曾在短期内虚增利润，办法是对设在欧洲、拉丁美洲和加拿大的国外分公司给予许可，将复印机租赁业务未来数年里陆续到账的所有现金账款计为一次性收入。
- 太阳光束公司（Sunbeam）首席执行官、人称"电锯艾尔"的敦拉普（Dunlap）需要拔高冬季盈利，以满足华尔街希望看到其盈利稳定增长的需要。他灵机一动，想出了个巧妙的办法。他说服零售商采购家庭后院在冬季使用的烧烤架。"电锯"为了达成交易，花言巧语地对零售商说，他们不必实际付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款，支付可延至以后，而且所有已采购的货物都可存放在太阳光束公司的仓库里。最终，敦拉普黔驴技穷，逃之夭夭，留下一个烂摊子，公司也破产倒闭了。

- 柯达公司采用了“巨额冲销”的会计处理。20 世纪 90 年代，柯达冲销了六笔总计 45 亿美元的“非常”费用，相当于公司此前八年里所赚利润总和。数年间的费用一次性冲销，可以使将来的盈利看上去增色多了。这种做法，好比一个人提前偿还几年的分期按揭贷款，然后声称自己的收入提高了。
- 再说说利用养老金增加盈利的花招。20 世纪 90 年代，很多公司估计自己的养老金计划融资过度，便终止为这个计划提供资金，利润也就因此抬高了。依靠这种名堂提高的利润，经常藏在会计报表的附注中进行披露。21 世纪初股市急剧下跌时，这类公司发现养老金计划融资不足，如此一来，投资者一相情愿认为可持续增长的利润便成了昙花一现的东西。

证券分析师在解释当前盈利和预测未来盈利时，会遇到一个较大的问题：公司往往对外报告所谓的“试算盈利”（pro forma earnings），而不报告根据一般会计准则计算的实际盈利。在计算“试算盈利”时，公司可以对某些非经常性费用置之不理，实际上，计算时根本就没什么规则或准则可言。“试算盈利”常被称为“所有不良费用均未计入的盈利”，使公司可以不受拘束地排除其认为的任何“特别”、“异常”、“非经常性”费用。凭借一般认为不合规则的忽略费用的做法，公司在报告时可以大幅虚夸盈利。所以，证券分析师特别难以预测未来盈利也就不足为怪了。

7.3.3 分析师自身出了错

恕我直言，很多证券分析师观察不太敏锐，判断不太审慎公正，常常犯下极其严重的错误。我刚踏入职场在华尔街接受培训的时候，就察觉了这一点。在努力学习专业人士分析技巧的过程中，我试图模仿一个叫路易的金属行业分析师，把他做过的一些分析工作重做一遍。他已算出铜价每上涨 10 美分，某家制铜公司的每股盈利将增长 1 美元。他预计铜价将上涨 1 美元，于是就推论说该公司的股票“特别有吸引力，值得买入”。

我重新计算时，发现路易搞错了小数点的位置。铜价上涨 10 美分，将使这家公司的盈利增长 10 美分，而不是增长 1 美元。我向路易指出这一点（觉得他肯定会立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即把错误纠正过来），他只是耸了耸肩，一本正经地说："如果不改报告，我的推荐听上去会更有说服力。"注意细节并不是路易的专长。

路易对细节缺乏关注，说明他对自己跟踪的行业也缺乏了解。但是，在分析师的队伍里，他并非绝无仅有。整形外科医生劳埃德·克里泽尔博士（Lloyd Kriezer）在给《巴伦》杂志写的一篇文章中考察了生物科技行业分析师撰写的一些研究报告。克里泽尔尤其注意分析师对某些生物科技公司所做的研究，那些公司制造用于治疗慢性创伤和烧伤的人造皮肤——这是他颇为擅长的一个专业领域。他发现证券分析师对股票所做的"诊断"与真实情况相去甚远。首先，他对分析师就相互竞争公司的市场份额所做的预测数据进行加总，发现在人造皮肤领域进行竞争的5家生物科技公司，其预测份额加起来大大超过了100%。其次，分析师对潜在市场绝对规模的预测与实际烧伤患者的人数没什么关系，虽然这方面的准确数据很容易得到。最后，在仔细阅读分析师对这些公司所做的不同研究报告之后，克里泽尔得出结论认为，"显然，他们并不了解这个行业"。这会让人想起传奇棒球教练凯西·斯坦格（Casey Stengel）说过的一句话："难道这里就没人会玩这种游戏吗？"

众多分析师都仿效"路易"。一般情况下，由于太懒惰不想亲自做预测，他们宁愿抄袭其他分析师的预测结果，或者不加咀嚼便囫囵接受公司管理层发布的"指导性意见"。这样，如果预测出了错，就很容易知道谁该受责备。而当专业同僚都赞同你的观点时，就更容易出错了。凯恩斯说过："世故人情告诉我们，因行事方式传统而致名誉受损比以非传统方式获得成功更加可取。"

我无意说多数华尔街分析师只是鹦鹉学舌，管理层说什么他们就复述什么。但我确实想说，一般的分析师就是这样：他们薪酬优厚，通常悟性颇高，从事的工作极其困难，干活的方式也都相当平庸。他们经常会帮倒忙，有时马虎粗糙，或许还妄自尊大，有时同其他人一样，面对同样的压力时，也难免受到影响。简而言之，他们不过也是人。

7.3.4 最佳分析师流向销售部门或转而管理投资组合

对于分析师这个职业，我的第四点反对理由本身也是个悖论：很多最优秀的证券分析师之所以得到报酬，并不是因为他们在从事证券分析工作。他们经常扮演干劲十足的机构客户销售员的角色，或者获得提拔升到享有声望的投资组合经理的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位置。

有些经纪券商以拥有强大的研究能力知名，常会派出分析师“监护”一般销售人员拜访机构客户。机构投资者爱从分析师这儿直接听到新的投资观点，所以一般销售人员通常会袖手旁观，让分析师侃侃而谈。这样一来，多数口齿伶俐的分析师不知不觉间便发现自己的时间全都用在与机构客户在一起了，对财务报告却无暇顾及。

21 世纪初，很多分析师在诱惑之下放弃了研究工作，转而在投资组合管理方面或在对冲基金那里承担起报酬丰厚的职位。巴顿·比格斯（Barton Biggs）曾是华尔街最知名的分析师之一，他离开摩根士丹利，自己创建了一家对冲基金。他在《对冲基金风云录》（*Hedgehogging*）一书中描述了自己所经历的一些趣闻逸事。在对冲基金或投资组合领域“直接管理资金”，比只是作为证券分析师提出投资建议要刺激得多，名声响得多，报酬也高得多。难怪很多最受尊敬的证券分析师在这个位置上都不会坐得太久。

7.3.5 研究部门与投资银行部门之间的利益冲突

分析师的目标是要让尽可能多的收银机发出工作的声响，而对于大型券商来说，必定在投资银行业务部门才能找到装得最满的收银机。以前的情况却并不总是这样。在 20 世纪 70 年代，固定佣金制度尚未终止，“折扣”经纪券商尚未诞生，零售经纪业务是主要的利润来源，这时候的分析师能感到自己确实在为个人和机构投资者这些客户服务。但随着佣金竞争越来越激烈，经纪业务这个利润中心的重要性便渐渐下降，剩下的金矿只是为将首次公开募股的企业或已上市的企业承销新股（承销费可能达到数亿美元），以及为企业提供关于借贷融资、重组、收购等方面的财务顾问服务。星移斗转，分析师“让收银机发出声响”的目标逐渐变成了帮助其雇主券商获得和培育投资银行业务客户。也正是因为如此，便有了利益冲突。分析师的薪资和奖金，会部分地取决于协助承销部门时所起的作用。有评论家断言，在这样的业务关系存在以后，分析师就只能变成投资银行业务部门的利用工具。

证券分析师传统上很少建议投资者卖出股票，这一点就表明他们与投资银行业务部门之间有着密切的关系。建议买入与卖出的比例始终存在着偏向买入的局面，因为分析师不希望得罪作建议时涉及的公司。但是，随着投行业务收入成为大型券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商较重要的利润来源，出现了一种日益明显的现象：分析师得到报酬，不是因为预测有多么准确，而是因为唱多头，保持看多的姿态。在一起很知名的事件中，有位分析师斗胆建议投资者卖掉特朗普泰姬玛哈尔赌场债券（Trump's Taj Mahal bonds），因为这只债券不太可能支付利息，大名鼎鼎的唐纳德[⊖]本人便威胁要以法律手段报复分析师所在的公司，公司二话没说立即开除了分析师（后来，债券果真违约了）。这远非个别事件。法国巴黎银行（BNP Paribas）的一位分析师曾声称，自己在建议投资者卖出安然股票之后，被迫放弃了分析师的工作。因此，不必大惊小怪，多数分析师会从自己的文章中把可能冒犯目前或潜在的投资银行业务客户的负面评论剔除干净。20世纪90年代，推荐买入与卖出股票的比例上升到100:1，对于投资银行业务规模较大的券商来说，情况更是如此。

要知道，当一位分析师说“买入”时，他的意思可能是“持有”；他说“持有”时，很可能在委婉地表示“扔掉这破玩意儿，越快越好”。投资者应该不必学一门解构语义学的课程，才能理解这些推荐语言，可是，在互联网泡沫期间，多数个人投资者却接受了分析师说的字面意思，这实在让人感到悲哀。

已有令人信服的证据表明分析师作的推荐受到了券商赢利丰厚的投资银行业务的污染。数项研究对分析师选股的准确性进行了评估。加利福尼亚大学的布拉德·巴伯尔（Brad Barber）研究了华尔街分析师“强烈推荐买入”的股票在股市的表现，他发现这些股票给投资者带来的损失完全称得上是“灾难性的”。的确，分析师强烈推荐买入的股票还没跑赢大盘，每月的回报率比大盘少3%，而他们建议卖出的股票，其表现却每月比大盘高出3.8%。更糟糕的是，达特茅斯大学和康奈尔大学的研究人员发现，不从事投行业务的华尔街公司所推荐的股票表现要好于从事赢利丰厚的投行业务的券商所推荐的股票。投资者网站（Investors.com）做的一项研究发现，投资者若采纳华尔街券商分析师的建议，买入这些券商主承销或共同主承销的IPO股票会损失50%以上的资金。基本上来说，券商会向分析师支付报酬，让他们吹捧其承销客户的股票。分析师自然会伸长舌头去舔给他们喂食的手。

⊖ 唐纳德·特朗普，美国最大地产商之一，在大西洋城拥有数座集酒店和赌场于一身的著名建筑，其中最知名的是泰姬玛哈尔赌场酒店。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年，纽约州总检察官艾略特·斯皮策发现了“一支尚在冒烟的枪”。美林证券的亨利·布罗杰特和其他分析师，一边公开推荐若干只互联网和新经济股票，一边在电子邮件中提到这些股票时，都说是“垃圾”、“什么鸟东西”，或别的难听的辱骂性字眼。美林不认罪，但花了 1 亿美元与纽约州及其他几个州和解了此事。美林还承诺进行某些改革，比如说，不再将分析师的薪酬与投行业务收入直接挂钩、净化荐股意见、加强披露潜在的利益冲突等。其他券商如高盛、美邦等，都纷纷表示赞成美林的提议。

现在，情况已有所改观。尽管分析师还是偏向于“买入”的建议，但直言不讳地建议“卖出”比以前更常见了。不过，与互联网泡沫有关的丑闻出现之后，《萨班斯－奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley legislation）[⊖]的出台使分析师的工作更难做了，因为对于公司财务管理人员向华尔街分析师说话时应说到什么程度，该法案做出了限制。证券交易委员会也颁布了一项名为“公平披露”的新政策，根据这一政策，与公司相关的信息必须立即公布，以此向整个市场作出披露。虽然这一政策能促使股票市场更加有效，但很多分析师非常恼火，失望不已，将现在的局面戏称为“根本不存在什么披露”。证券分析师可能再也无法捷足先登获得“特权”信息了。因此，我们便没有理由相信，证券分析师将来所作的推荐会有什么改善。

7.4 证券分析师选出好股票了吗——考察共同基金的投资业绩

我写下这个标题时，仿佛听到有人在齐唱一首歌的副歌。齐刷刷的声音这样唱道：真要检验分析师的能耐，就看他推荐的股票有什么表现吧。那位铜业分析师——“干活毛糙的路易”或许的确弄错了小数点的位置，搞砸了自己的盈利预测，但要是他推荐的股票让客户赚到了真金白银，那就大可以原谅他对细节的粗心大意了。“分析投资业绩”，齐刷刷的声音唱道，“不要分析盈利预测！”

幸运的是，有一群专业人士——共同基金的业绩记录可以公开获得。对本人进行

⊖ 安然、世通等重大公司丑闻出现后，《萨班斯－奥克斯利法案》颁布实施。该法案旨在严厉监管上市公司财务从而重塑投资者信心，对美国资本市场有深远影响。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论证更为有利的是共同基金里的男男女女在投资管理这个方面，是最优秀的分析师和投资组合经理。近期有位投资经理说："如今，激进型投资经理的优势让人吃惊，水平一般化的投资经理，要把能力提高到可以削弱他们的优势，得花好多年的工夫。"

这样的夸夸其谈，对性情高傲的学术界人士来说，实在是太有诱惑力了。学者们有大量的数据可以利用，有时间进行相关研究，又一心想证明学术界在这些问题上的优越性，自然会将共同基金的业绩作为猎杀对象。

数项研究所获得的证据再次显示出惊人的一致性。投资者靠投资共同基金收获的投资回报，并不比买入持有无人管理的大型股票指数所得到的回报更好。换言之，从长期来看，共同基金的投资组合并未胜过随机选取的股票组合。尽管在某些短暂时期内，共同基金可能拥有非常好的投资业绩，但总体说来，这种优异表现并没有一以贯之的连续性，而且也无法提前预测，共同基金在未来某个时期会有怎样的表现。

表7-1显示了一般的股票型共同基金在截至2009年12月31日前20年间的投资回报。为了进行比较，我们用罗素3000股票指数来代表市场。研究还发现，在不同时段里，不仅是共同基金，连养老基金的业绩也大致相同。因此，简单地买入持有大型市场指数的成分股，是专业投资组合经理也难以战胜的一个投资策略。

表7-1 共同基金[①]与市场指数的比较

	截至2009年12月31日20年间年均回报率（%）
罗素3000指数	8.42
一般的股票型基金	7.53
指数优势	0.89

① 由理柏各类股票型共同基金组成。

资料来源：Lipper and Vanguard.

除了已积累起来的科学证据，还有几个不太正规的检验也证实了上述研究发现。比如说，20世纪90年代初，《华尔街日报》启动了一项飞镖掷靶比赛，在比赛中，每月由4位专家选出股票与4只飞镖"选出"的股票进行业绩较量。主办方友好地邀请本人为第一场比赛投掷了飞镖。到21世纪初，专家的表现看上去比飞镖稍有领先，但是，如果专家的业绩从选定股票及有关宣传见诸《华尔街日报》这一天（而不是之前的一天）开始计算，那么，飞镖的业绩实际上还略胜一筹。这是否意味着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手腕比大脑更强呢？未必，但我想，当《福布斯》杂志的一位记者得出结论认为"看起来运气加懒惰就能打败大脑"时，该杂志的确给我们提出了一个很值得认真对待的问题。

怎么会这样？每年你都可以在报纸上看到共同基金的业绩排名，这些排名总会显示很多基金战胜了平均指数（beat the averages）[⊖]——有些基金甚至显著地超越了指数。但问题是业绩并没有什么连续性。正如公司以往的盈利增长不能预测未来盈利，基金过去的表现也不能预测其将来的投资业绩。基金经理人也会受随机事件的影响：他们可能会发福，可能会变懒，也可能会分道扬镳。一段时间里行之有效的投资策略，在接下来的时段很容易就变得臭不可闻。人们忍不住会做出结论，认为决定基金业绩排名的一个重要因素是我们的老朋友——幸运女神。

这一结论并非最近才做出。40 年来这一结论始终没有受到动摇，虽然在这一时期市场发生了巨大变化，一般公众的持股比例也今非昔比。事实一次又一次证明，昨日的明星基金今日却变成了投资者的灾星。20 世纪 60 年代后期，拥有年轻的"熟练枪手"的"摇摆舞基金"交出了优异的成绩单，基金经理像体育名人一样在报纸杂志上被大书特书。然而，当下一轮熊市席卷而来，从 1969 年一直延续到 1976 年时，真乃此一时、彼一时。1968 年的顶级基金随后都遭遇了灾难性败绩。

例如，梅茨基金（The Mates Fund）在 1968 年业绩独占鳌头。但在 1974 年年底，该基金已将 1968 年的基金资产赔了 93%。弗雷德·梅茨（Fred Mates）最后只好认赔服输，离开了投资界，在纽约市开了一间单身酒吧，名字就叫"梅茨"。的确，20 世纪 60 年代后期表现最抢眼的基金，到 70 年代中期，大多已荡然无存了。

20 世纪 60 年代后期的例证已在本书初版中做过描述，相似的结果自此之后一再出现。表 7-2 显示了 1970 ~ 1980 年业绩排名前 20 的基金在 1980 ~ 1990 年的表现。我们再次看到基金业绩不存在连续性。很多 20 世纪 70 年代的顶级基金，在 20 世纪 80 年代的业绩排名中几乎都垫了底。不过，有个引人注目的例外，彼得·林奇管理的麦哲伦基金，在 20 世纪 70 年代和 20 世纪 80 年代都取得了辉煌的战绩。可是林奇 1990 年就以 46 岁的"高龄"功成身退了，因此，他若仍在其位，是否能继续战胜

⊖ 战胜平均指数，即所谓打败市场（beat the market）。在风险调整的基础上能否战胜平均指数是衡量专业投资组合经理管理组合能力的标尺。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街[⊖]，我们就不得而知了。

表 7-2 20 世纪 70 年代 20 只最佳股票型基金在 20 世纪 80 年代的业绩

	20 世纪 70 年代年均回报率（%）	20 世纪 80 年代年均回报率（%）
20 世纪 70 年代 20 只最佳基金	+19.0	+11.1
所有股票型基金的平均值	+10.4	+11.7

要是你认为 20 世纪 90 年代情况会有所不同，那就看看表 7-3 吧。该表说明 20 世纪 80 年代 20 只最优基金在 20 世纪 90 年代业绩都已恶化了。结果依然令人不安地相似。财经杂志和报纸总会一如既往地大唱赞歌，宣传近期赢得高于市场平均回报业绩的共同基金经理。其实，只要有平均数，就一定有一些经理胜过平均水平。但是，一个时期有着良好的表现并不预示着下一个时期也有不俗的业绩。

表 7-3 20 世纪 80 年代 20 只最佳股票型基金在 20 世纪 90 年代的业绩

	20 世纪 80 年代年均回报率（%）	20 世纪 90 年代年均回报率（%）
20 世纪 80 年代 20 只最佳基金	+18.0	+13.7
标准普尔 500 指数	+14.1	+14.9

同样，20 世纪 90 年代业绩最优的股票型基金，在 2000～2009 年的表现都比不上市场——我把这段时间称为“糟心的十年”（见表 7-4）。我们发现 20 世纪 90 年代最热门的 20 只基金斩获了优异的业绩，显著高于市场总体回报。这些“天才”基金经理令人艳羡地接受 CNBC 财经新闻网的采访，在投资类杂志的专题文章中被频频报道。实际上，这些基金不过是用新经济股票塞满了各自的投资组合。他们骑上互联网泡沫向上飞升，但泡沫崩裂时，他们也骤然坠落。平均而言，在 21 世纪最初十年里，这些基金的表现都大大劣于市场整体。投资者认识到，一年里获得 100% 的回报，接下来一年又丧失 50%，结果还是从终点回到了起点。

表 7-4 20 世纪 90 年代最佳 20 只基金在“糟心的十年”中的表现

	1990～1999 年均回报率（%）	2000～2009 年均回报率（%）
20 世纪 90 年代 20 只最佳基金	+18.0	-2.2
标准普尔 500 指数	+14.1	-0.9

⊖ 彼得·林奇著有《战胜华尔街》、《彼得·林奇的成功投资》等经典投资佳作，机械工业出版社已翻译出版。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在任何一项有众多人参与的活动中，尽管平均水平可能占绝大多数，但出人意料的情况必定也会出现。我们在投资管理业发现的真正业绩优异的基金为数极少，这与概率法则完全吻合。的确，我在前面提到一只共同基金过去的良好表现根本无助于预测其未来业绩，这样的事实也恰恰突显了这一点。

或许该举个例子说明一下概率法则。让我们来参加一个抛掷硬币的比赛吧。比赛规则规定能连续抛出正面朝上的参赛者，将宣布为胜出者。现在比赛开始，有1 000人参与抛掷硬币。正如所料，其中500人碰巧抛出后正面朝上，这些胜出者可以进入第二轮比赛，再次抛起硬币。这次像可能预料的那样，有250人抛出后正面朝上。由于概率法则从中发挥作用，第三轮将有125人胜出，第四轮有63人胜出，第五轮有31人胜出，第六轮有16人胜出，第七轮有8人抛出后正面朝上。

比赛进行到此时，人们开始聚拢过来，想亲眼目睹这些掷币专家的惊人技艺。8位胜出者受到人们的恭维和称赞，个个神魂颠倒，难抑内心的激动之情。他们被誉为掷币艺术的天才，传记由人撰写出来，人们急切地向他们寻求建议。毕竟，1 000个人参与角逐，只有他们8个人能屡战屡胜。比赛继续进行下去，最终有参赛者连续八轮、九轮抛出后正面朝上。⊖我举这个例子做类比，并非想说明投资基金的经理可以或应该通过抛掷硬币来做决策，而是想说明概率法则的的确确会起作用，而且概率法则也能解释一些令人惊叹的成功故事。

平均数的性质决定了必然会有一些投资者能够超越它。在参与人数众多的金钱游戏中，概率会说明而且确实说明了为什么会有一些卓尔不群的业绩出现。媒体对偶然的选股成功进行连篇累牍的火热宣传，会让我想起一个医生的故事。这位医生声称开发出了一种给鸡治疗癌症的药方。他扬扬得意地宣布，在所有已试验的病例中，观察到了33%的病例有显著好转。他承认在另外1/3的病例中，似乎病情没有发生任何变化。然后，他相当窘迫地补充说："恐怕剩下的1/3都跑掉了。"

2009年，《华尔街日报》做了一个有趣的报道，说明杰出的投资表现可能会消失得多么迅速。这篇文章指出截至2007年年底，有14只基金连续九年战胜了标准普尔指数。但如图7-1所示，其中仅有一只基金在2008年延续了这样的表现。指望

⊖ 如果我们让落败者继续玩（正如让共同基金经理即便惨淡经营了一年仍继续管理基金一样），我们也会发现其中将有几个人能在10次抛掷中连续八九次抛出后正面朝上，因此这些人也会被视为掷币专家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哪只基金或哪个基金经理能持之以恒地战胜市场，简直毫无可能——哪怕过去的业绩记录显示其拥有非凡的投资技能。

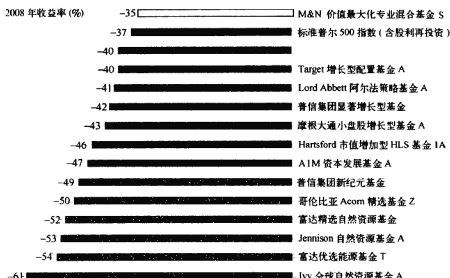


图 7-1　硕果仅存一颗

资料来源：*The Wall Street Journal*, 1/5/09.

虽然前面的讨论主要集中在共同基金方面，但我们不应认为在所有众多的投资管理机构中，共同基金是表现最蹩脚的一类。实际上，相较于其他专业投资者，共同基金在业绩记录上还略胜一筹。已有人研究过以下所有专业投资机构的业绩：人寿保险公司、财产和意外伤害保险公司、养老基金、慈善基金、州和地方信托基金、银行管理的个人信托基金，以及管理个人可支配账户的投资顾问公司。研究表明在这些专业投资者相互之间，以及它们各自作为一个类别与所有专业投资机构作为一个整体之间，在普通股投资组合的业绩方面并不存在显著差异。这些专业投资者中虽有一些特别出众的，但为数极少。到目前为止，尚无任何科学证据表明由专业人士管理的投资组合作为一个整体，其表现较涵盖范围广泛的指数更为出色。

7.5　基本面交易策略能选出好股票吗

以媒体发布的新的基本面信息为基础而制定的交易策略能否用来获取高于市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均水平的回报呢？针对这一问题，学者也进行了研究。结论似乎非常明确：不能。根据已有人设计的基本面策略，一个新闻事件一旦出现，如公告盈利意外地大幅增长或股票分割，便会触发买入信号。但是，研究获得的证据表明，市场会对新信息有效地作出调整，调整速度如此迅速，以至根据这些新公告的信息，不可能制定出成功的交易策略[⊖]。研究显示，平均说来，股票价格会在意外的利好或利空盈利报告发布之前就作出适当的反应。换言之，在预计公开发布的盈利会是怎样这方面，市场通常会表现出充分的有效性，因而，在盈利公告发布之后，制定买卖股票的投资策略，看来不会对一般投资者有所帮助。尽管一些研究确实发现，股票价格有时会对盈利公告反应不足，但无论存在何种反应不足的异常情况，这样的异常情况也不会持续发生。

同样，从股票分割的公告中也得不到什么新的信息。虽然分割股票的公司在公告之前一段时间，一般会迎来股价上扬，但公告之后，股票的表现与总体市场还是一致的。这些研究也支持了华尔街由来已久的一句格言："馅饼不会因为切成薄片，就会体积变大。"

对于股利增长是否能作为依据，来挑选表现优于市场平均水平的股票，学者也已进行了大量研究。有一种观点认为，一只股票的股利增长是公司管理层发出的一个信号，预计未来盈利会强劲增长。实际上，股利增长通常能准确地预示未来盈利增长。而且，在股利增长公告发布之后，股价有时会有一波强势表现。然而，股利增长带来的任何股价上扬，或许不会立即在股价中得到反映，但在公告月的月底之前都会得到相当充分的反映。

7.6 对选择市场时机的裁定

很多专业投资者根据自己对经济基本面的预测来调整资产配置，在现金与股票或长期债券之间进行转换。的确，这也是许多经纪人表示信任专业资金管理时给出的一个理由。不过，在择机进出市场这个话题上，先锋集团创始人约翰·博格

⊖ 这些检验常被称为对有效市场假说"半强式有效"形式的检验。前面已提及"弱式有效"形式主张过去的股价信息无法用以开发成功的交易策略。"半强式有效"形式则断言投资者无法对任何公开发布的新闻事件加以利用，以期获取高于市场平均水平的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(John Bogle）的一番话与我的观点最为接近。他说：“在投资管理这个行当，30年来我从未认识什么人能持之以恒地把握时机，也不认识什么人认识哪个人自始至终做到了这一点。说实话，我的印象是，试图掌握进出市场的时机，非但不太可能使你的投资计划获得增值，而且很可能产生适得其反的结果。”

要很好地说明博格的观点，可以考察一下共同基金如何根据自己对股票相对吸引力所持看法的变化，去变更自己的现金头寸。近几十年来，共同基金经理基本上在每个市场周期当中，现金资产的配置比例都不恰当。基金经理小心翼翼如履薄冰（表现为现金配置比例极高）之时，正是股市处于周期低谷之际，两者的时间近乎“完美”地一致。当1970年、1974年、1982年以及1987年大崩盘后的年底股市处于低谷时，共同基金的现金头寸不约而同地达到了高峰。另外还有两个现金头寸高峰，一个出现在1990年后期，也就是股市在1991年大反弹的前夕，一个出现在1994年，此后紧跟着便是持续六年的史上最火暴的大牛市。2002年后期和2009年3月，现金头寸的比例也很高，此时股市正处于周期底部。与此相反，当股市处于周期顶部期间，共同基金经理的现金配置比例却几乎无一例外地达到了低点。例如，2000年3月，共同基金的现金头寸比例接近历史最低水平，而此时股市即将开始大幅下挫。可见，共同基金经理把握市场时机的能力极为低下。

在一个为期54年的时段内，股市有36年上涨，有3年持平，只有15年才是下跌。因此，倘若你持有现金而不是股票，那么你获得成功的赔率大约为3赔1。卡尔加里大学（University of Calgary）的理查德·伍德沃德教授（Richard Woodward）和杰茜·蔡教授（Jess Chua）进行的一项学术研究表明，握紧股票将其作为长期投资，比择机出入股市功效来得更好，因为牛市期间你在股票上得到的收益，要远远高于在熊市期间遭受的损失。两位教授得出结论认为，择机出入股市的人若想投资绩效胜过采取买入持有策略的投资者，必须在70%的时间里做出正确的决策。反正本人从未遇见什么人能在70%的时间里看准市场的重大转折。

7.7 有效市场假说的半强式有效和强式有效形式

学术界已作出了自己的判断：在帮助投资者获取高于市场平均水平的回报方面，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面分析较技术分析毫无优越性可言。尽管如此，因为存在喜好于琐碎问题上争论的倾向，学术界很快又为基本面信息的精确定义争吵起来。有人说基本面信息就是指现在已知的信息，又有人说还应包括可知的信息。正是在这一点上产生了分歧，有效市场假说原有的强式有效形式便有了分野。我们已知道，“半强式有效”形式认为任何公开信息都不能帮助分析师挑选出价值低估的股票。之所以如此，是因为市场的价格结构已考虑到了资产负债表、利润表、股利等因素中可能包含的任何公开信息，专业人士要对这些数据进行分析只会徒劳无益。“强式有效”形式则断言，关于一家公司任何已知的甚至可知的信息，都不会对基本面分析师有所助益。不但所有已公开的消息，而且所有可能获知的信息都已在公司的股价中反映出来了。根据有效市场假说的“强式有效”形式，即便是“内幕”信息，也帮不了投资者的忙。

“强式有效”形式显然夸大其词了，因为它不承认从内幕信息中有可能获得好处。当别的交易者还没意识到英国已获胜时，内森·罗斯柴尔德（Nathan Rothschild）的信鸽为他带来了威灵顿在滑铁卢获胜的最早的消息，凭借这一消息，他在股市赚了无数的钱。不过在今天，信息高速公路传递消息的速度远远快于信鸽。而且，公平披露规则（Regulation FD）也要求公司迅速公开发布可能影响公司股价的任何重大消息。再者，如果内幕信息的知情人确实根据非公开信息进行交易而获利，那么这种行为也触犯了法律。诺贝尔奖得主保罗·萨缪尔森（Paul Samuelson）对有效市场的情形做过如下总结。

> 如果聪明的投资者总是“货比三家”，寻找很划算的股票价格，卖出他们认为将会证明价值高估的股票，买入他们期望目前价值被低估的股票，那么，他们这样行动的结果将必然是：当前的股票价格已将股票未来的前景在自身进行了折现。因此，对那些消极被动的投资者来说，他们自己若不主动寻找价值低估或高估的股票，呈现在他们面前的股价情况将是：随便买入一只股票，较之买入另外一只股票，基本上都无所谓好坏。消极被动的投资者只需采取随机选股的策略，恐怕就能取得与使用任何其他选股方法一样的效果。

这是有效市场假说的一种表述。有效市场假说的“狭义（弱式）有效”形式认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为技术分析，即考察股票的过去价格不能给投资者带来什么帮助。股价从一个时期到另一个时期的不断变动与随机漫步非常相似。有效市场假说的“广义（半强式和强式）有效”形式声称，基本面分析也无济于事。关于公司盈利和股利预期增长的所有已知信息，以及基本面分析师可能去研究的所有可能影响公司发展的有利和不利因素，都已经在公司的股价中得到了反映。所以，购买一只持有大型指数所有成分股的基金而产生的投资组合，可望获得与专业证券分析师管理的任何投资组合一样好的投资业绩。

有效市场假说并不像有些批评家公开声称的那样认为，股价变动漫无目的且反复无常，股价对基本面信息发生的变化不做反应。恰恰相反，股价以随机漫步的方式进行变动，其原因正是出于相反的观点。市场如此有效——价格在信息出现时变动如此迅速，以致谁也不能以足够快的速度进行买卖而从中获利。而且，实际信息的形成是随机的，也就是说，是不可预知的。通过研究过去的股价信息，或研究基本面信息，都无法预测实际信息。

传奇人物本杰明·格雷厄姆被誉为基本面证券分析之父，即便是他也颇不情愿地下结论认为人们再也不能依靠基本面证券分析来获得出色的投资回报了。就在他1976年去世前不久，有人引用他接受《金融分析师杂志》（*Financial Analysts Journal*）采访时的原话说：“我现在已不再提倡为找到更好的投资机会，去运用精细复杂的基本面分析技术了。以前，比如说40年前我和多德合著的《证券分析》首次出版的时候，进行细致的基本面分析还是一项很有意义的事情。但是时过境迁，情况已今非昔比了……（现在）我怀疑，再投入大量的时间和精力分析基本面信息，是否能够选出足够好的股票，以使做出的努力值得付出……我现在支持‘有效市场’这一派的看法。”另外，彼得·林奇从麦哲伦基金退休后就承认说，多数投资者若投资于指数基金而非主动管理型基金，那么财务境遇会更好。传奇人物沃伦·巴菲特也赞同这样的观点。

7.8 中间道路：我的个人观点

我们先简要地复述一下有关股市如何运行的两种截然相反的观点。多数投资经理的观点是，在资金管理方面，专业人士当然会胜过所有业余的和漫不经心的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者。另一方面，学术界很多人士认为，由专业人士管理的股票组合，其绩效并不能超过随机选取的具有相同风险特征的股票组合。主张股市随机漫步的学者宣称，股价对新信息的调整如此迅速，以致业余投资者以现价买入股票，也完全能做到与专业投资者不分伯仲。因此，专业人士选股建议的价值等于零。

我走的是中间道路。我认为投资者不妨重新思考一下是否该对专业投资顾问给予那么大的信任，但我也并不想全盘否定整个专业投资领域。尽管专业人士不能持续战胜平均指数这一点已非常清楚，但我必须承认有效市场法则的例外也是存在的。是的，有一些例外。虽然多数统计数据支持市场高度有效的观点，但总有一些“捣蛋鬼”潜伏在周围，不断侵扰着有效市场假说，使得谁也无法对这一理论给出确凿无疑的证明。20 世纪 90 年代和 21 世纪最初几年，寻找有效市场假说中的互相矛盾之处竟成了一种“家庭小工业”，我有必要用一章的篇幅（第 11 章）来讨论市场上出现的异常情况，以及一些业已发现的所谓“股市预测模式”。

此外，我也不高兴接受有效市场假说的所有主张。从前文所引保罗·萨缪尔森的话中可看出，有效市场假说认为无论何时股票均以其内在价值的最优估计值进行交易。因此，信息不足的投资者无论买入什么股票，只要交易价格是当前市价，那么买入的股票就绝对物有所值。

这种推理思路接近于“博傻”理论的思考方式，让人觉得颇不舒服。我们在本书第一部分已看到了很多证据表明股票有时并非根据什么人的价值估计值（像内在价值一样难以衡量）进行交易——投资者经常在投机狂潮中被冲昏头脑。的确，专业投资者在很大程度上对 20 世纪的数次股市狂潮负有责任，包括世纪之交的互联网泡沫。但心理因素对股价产生这样的影响，至少会增加投资者不愿将当前股价视为内在价值最佳反映的可能性。

有效市场假说另一个脆弱的假设是信息会在瞬间完成传播。我怀疑会有什么时候，一切有用的内幕信息都被立即披露给每个人。的确，即使可以说机构投资者跟踪的较大市值股票的一切相关信息，会很快在股价中得到反映，对于未被专业投资者密切关注的数千家小型公司来说，情况可能并非如此。而且，有效市场假说还表示无人能对行情进行控制，并认为基于无事实根据的信念作出股票推荐，也不会引起投资者大量买入。但是专门提供研究服务的公司以及各种各样的机构投资者，却在股市中发挥相当大的力量，可以调动巨额资金流进流出股票。在这样的环境中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

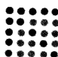
一些专业人士对某只股票持有的错误认识，可能会在相当长的一段时间内成为自我实现的预言。

最后，将有关一只股票的已知信息转换成真实价值的估计值，会面临极大的困难。我们已看到决定一只股票价值的主要因素涉及股票很远的将来的增长率和增长期限。对这些做出估计异常困难，不过，对于才华出众判断力超群的人来说，倒有了相当大的施展空间。

虽然我相信专业投资者有可能创造优异的投资业绩，但迄今为止我们已有的证据并不支持他们能做到这一点。尽管我可能因为不太支持有效市场假说的半强式有效形式，特别是强式有效形式，从而遭到某些学术“教派”的驱逐，但在金融的“教堂”中，我仍然无意掩饰自己的“异端邪说”。事实已很清楚，如果说果真有出类拔萃的投资管理人，那也是如吉光片羽、凤毛麟角，而且也无法提前辨别出他们是何方神圣。这就是投资界的现实，个人投资者和机构投资者都得直面的现实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三部分
Part 3

新投资技术

WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members... Exchange Also ... Shrink.

HUAZHANG CLASSIC Finance&Investing

...gitation in political and oth... ...es against short selling in t... ...rities markets has directed t... ...tion of brokers to effects whic... ...lation against that practic... ...have on the volume of tra...

that this practice "sn... ...never affects ... short selling wo... the activities according to brok... ers prefer a mar... can buy or sell at...

Blow to Tradi...

Barring of short ... crease the problem ... change firms, whose ... been reduced during ... years by the decrease ... tivity and the decli... prices. Since their comm... with the prices of sec... decline of more than 70 ... the average of stock ... resulted in a large rec... these revenues. In Septem... more than f...

Government Regulation Woul... Breakdown in Efficiency, He...

TRADING PROVIDES CH...

Shorts "Smooth the Wave... Affect the Tides," He...

SPECIAL TO THE NEW YO...

WASHINGTON, Feb. ... selling is essential t... tenance of stock exc... stock exchanges are ... provide a market fo... Richard Whitney, pre... New York Stock Exc... House judiciary subc... day. ... had been ...

SHORT SELLING ... A SUBJECT FOR D...

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章
Chapter 8

新款漫步鞋：现代投资组合理论



……那些实干家自以为不受任何学理的影响，却往往是某个已故经济学家的思想之奴隶；而那些权威狂人自以为得天启示，其狂想实则源自若干年前的某个三流学者。

——约翰·梅纳德·凯恩斯《就业、利息和货币通论》

在本书前面的章节中，我阐述了市场专业人士用来预测股票估值的理论——简言之就是坚实基础理论和空中楼阁理论。我们已看到，很多学术界人士由于抨击这些理论，以及坚持认为依靠这些理论不能获得超常收益而赢得了声誉。

随着研究生院像磨坊一样不断“产出”大量年轻有为的金融学家，展开抨击的学者队伍日益壮大，连他们自己似乎也觉得需要采取新的攻击策略。于是乎，学术界开始忙着创立属于自己的股市估值理论。本书这部分的内容，就是向你展示学术象牙塔里创造出来的“新投资技术”世界。其中一个理论——现代投资组合理论，现已成为基本知识，在华尔街得到了广泛信奉。其他理论依然争论不断，继续为研究生提供论文材料，给他们的导师带来大量的讲座收入。

本章主要阐述现代投资组合理论，该理论中的一些独到见解，将使你可能在获得更高投资收益的同时，也降低投资风险。在第 9 章里，我将讨论一些学者的主张，他们认为投资者通过承担某种风险便能提高投资收益。然后在第 10 章和第 11 章，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我会谈到一些学者和市场专业人士提出的一些观点，他们下结论认为是心理而非理性统治着市场，并且市场根本不存在随机漫步这回事。他们争论说市场并非有效，市场价格是可以预知的，有一些投资策略可以用来“战胜市场”。介绍完这些观点之后，我会揭示他们出现了怎样的错误，从而得出自己的结论。我得出结论的部分依据是使用有效市场假说的最佳例证——普通股指数基金；同时我还将说明，尽管有那么多的批评家持有异议，在股市中，普通股指数基金依然是获利最多的当之无愧的冠军。

8.1 风险扮演的角色

有效市场假说解释了随机漫步为什么存在的原因。该理论认为股市极善于根据新信息做出调整，因而谁也不能胜人一筹预测到股市的未来走向。由于专业投资者会采取各种行动，单个股票的价格便会快速反映出所有可获得的信息。因此，选对出色股票的可能性，或预计到市场总体方向的可能性，都是均等的。你与类人猿、你的经纪人甚至我都一样，猜测的结果均无甚差别。

“嗯，我觉得有点不对头。”塞缪尔·巴特勒（Samuel Butler）很久前这样写道。市场上有人在赚钱，有些股票也的确比其他股票表现好。常识表明，有些人能够战胜市场，而且确实战胜了市场。这并非全靠运气。对于这一点，很多学者表示同意，但他们认为打败市场的办法不是运用高人一等的洞察未来的能力，而是承担更大的风险。风险且只有风险，才决定了收益高于或低于市场平均水平的幅度。

8.2 风险的定义：收益率的离散度

风险是一个非常难以描述、难以捉摸的概念。连投资者都很难就它的精确定义达成一致，更甭说经济学家了。《美国传统词典》（*American Heritage Dictionary*）将“风险”定义为“遭受伤害或损失的可能性”。如果我购买利率为5%的一年期国债，并持有到期，那么我基本上确信能获得5%的税前货币收益。在这种情况下，遭受损失的可能性很小，可视为不存在。如果我持有当地电力公司的普通股，预计会获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得 6% 的股利收益，那么我遭受损失的可能性就比上面的情况要大。公司的股利可能会削减，更重要的是，一年后股票市价可能较之当初买入价要低得多，这会使我遭受很大的净损失。由此可见，投资风险是指预期的证券收益不能实现的可能性，尤其是指你持有的证券价格下跌的可能性。

对投资者而言，风险与未能实现预期证券收益的可能性相关，一旦学者接受了这个观点，对风险的测量自然而然就成了——对未来收益可能的离散程度的测量。因此，一般而言，投资风险就被界定为收益的方差或标准差了。虽然不免冗长乏味，我们还是要用例子来说明一下这些概念。倘若一只证券的收益率可能偏离其平均收益率（或预期收益率），但偏离的程度不太可能很大，我们便说该证券携带的风险极小或该证券不携带风险。如果一只证券可能在不同年间收益率波动很大（通常在某些年份出现重大损失），我们便说这只证券富有风险。

举例说明：收益与风险的度量——预期收益率与方差

下面这个简单的例子将说明预期收益率和方差的概念，并说明如何对它们进行度量。假设一个投资者买入一只股票，预期在不同的经济形势下会获得如表 8-1 所示的总收益率（既包括股利也包括股价变动带来的影响）。

表 8-1　不同经济形势下的预期收益率

经济形势	发生的可能性	预期收益率（%）
“正常”经济形势	1/3	10
无通胀的高速增长	1/3	30
伴随通胀的经济衰退（滞胀）	1/3	-10

如果平均而言过去 1/3 的年份里经济形势“正常”，另有 1/3 的年份里是无通胀的高速增长，还有 1/3 的年份里是滞胀，那么，把过去经济形势出现的相对频度，当做未来经济形势可能发生的最佳猜测值（概率），就可能是合理的。由此，我们可以说投资者的预期收益率是 10%。投资者 1/3 的时间里获得 30% 的收益率，另外 1/3 的时间里获得 10% 的收益率，剩下的 1/3 时间里遭受 10% 的损失；这就意味着平均说来，投资者将获得 10% 的年收益率。

$$\text{预期收益率} = \frac{1}{3} \times (0.30) + \frac{1}{3} \times (0.10) + \frac{1}{3} \times (-0.10) = 0.10$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，年收益率的波动会很大，波动范围高至获利 30%，低至损失 10%。“方差”是收益率离散程度的一个量数，它的定义是每种可能的收益率与平均收益率（或预期收益率）之差的平方的加权平均。这个例子中的预期收益率刚才已算过，是 10%。

$$方差 = \frac{1}{3}\times(0.30-0.10)^2+\frac{1}{3}\times(0.10-0.10)^2+\frac{1}{3}\times(-0.10-0.10)^2$$

$$=\frac{1}{3}\times(0.20)^2+\frac{1}{3}\times(0.00)^2+\frac{1}{3}\times(-0.20)^2=0.0267$$

方差的平方根就是标准差，本例中的标准差等于 0.163 4。

用方差和标准差对风险离散度进行测量，不能使所有人都感到满意。“风险性当然与方差没什么关系”，持批评态度的人说，“如果离散是源于意外之喜，也就是说，离散是由结果好于预期造成的，那么，任何脑瓜正常的投资者都不会说这是风险。”

当然，只有发生收益率出现下跌状况的可能性才构成风险，这一点是十分肯定的。不过，从务实的角度看，只要收益率的分布是对称的，换句话说，只要超常收益率出现的可能性与令人失望的收益率和损失出现的可能性大致相同，那么，离散度或方差用来测量风险还是堪当此任的。收益率的离散度或方差越大，投资者遭遇失望结果的可能性也就越大。

尽管单只股票过去的收益率图通常并不对称，但充分多样化的股票组合的收益率图却至少是大致对称的。图 8-1 显示了 70 多年来投资于标准普尔 500 指数成分股的组合月收益率分布情况。该图将收益率范围划分成多个相等的区间（约为 1.25%），并标出频率以表示落入每个收益率区间的月份数。平均算来，该组合的月收益率接近 1%，或者说年收益率大约为 11%。然而，在市场急剧下挫期间，组合的收益率也随之骤降，组合的单月损失多达 20%。

对于此类相当对称的收益率分布情况，有一个非常有用的经验法则：2/3 的月收益率往往落在平均收益率 ±1 个标准差范围内，95% 的月收益率落在 ±2 个标准差范围内。回想一下，这个分布的平均收益率每月接近 1%。标准差（我们用来测量投资组合风险的量数）算出的结果大约是每月 4.5%。因此，该组合在 2/3 月份里，收益率介于 -3.5% ~5.5%，95% 的月份里，收益率介于 -8% ~10%。很显然，标准差越大（收益率分布得越广），至少在某些时期，你在市场遭遇重大损失的可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性也就越大（投资风险越大）。这正说明了标准差何以如此频繁地用来测量收益率的变动性，也说明了标准差作为风险指标的合理原因。

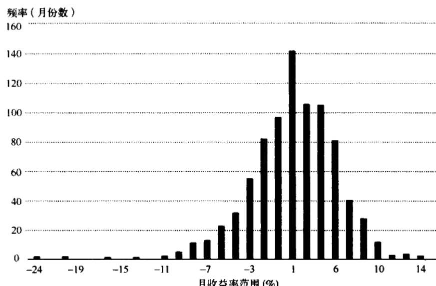


图 8-1 投资于标准普尔 500 指数成分股的组合月收益率分布

（1940 年 1 月～2010 年 6 月）

资料来源：Global Financial Data.

8.3 风险纪实：一项针对长期跨度的研究

在金融领域，文献记述最多的一个观点是：平均而言，投资者由于承担了更大的风险，获得了更多的投资回报。伊博森协会（Ibbotson Associates）在这方面做了最为彻底的研究。该协会的研究数据覆盖了 1926～2009 年这一漫长时段，研究结果显示在表 8-2 之中。他们先选取几种不同的投资工具——股票、债券和短期国债，对每一项每年的增长或下降百分比进行了测量。然后，在图中的水平线上竖起一个长方形或柱形，表示收益率落在 0～5% 的年份数，再用另一长方形或柱形表示收益率落在 5%～10% 区间的年份数，正数和负数收益率都依次类推。结果便是一系列显示收益率离散度的长方形或柱形，收益率标准差可以据此计算出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-2 1926～2009 年基本投资工具年度总收益率统计汇总

基本投资工具	几何平均（%）	算术平均（%）	标准差（%）	收益率分布
大型公司股票	9.8	11.8	20.5	
小型公司股票	11.9	16.6	32.8	
长期公司债券	5.9	6.2	8.3	
长期政府债券	5.4	6.2	8.3	
中期政府债券	5.3	5.5	5.7	
美国短期国债	3.7	3.7	3.1	
通货膨胀率	3.0	3.1	4.2	

资料来源：Ibbotson Associates.

我们扫一眼这个表便能看出，在长期时段里，普通股平均而言提供了相对丰厚的总收益率。包括股利和资本利得在内的普通股收益率显著地超过了长期债券和短期国债的收益率，也大大超过了以消费者价格年增长率衡量的通货膨胀率。由此可知，股票往往会提供正的“实际”收益率，也就是说，撇掉通货膨胀影响之后的收益率为正数。然而，这些数据也表明普通股收益率的变动性非常大，从标准差以及表中相邻各栏显示的年收益率范围可以看出这一点。股票收益率的变动范围很大，有的年份获利多达 50% 以上（1933 年），有的年份则几乎会产生同样比例的损失（1931 年）。显而易见，投资者之所以能从股票中获得超额收益，是因为付出了代价，承担了比投资其他投资工具大得多的风险。请注意，小型公司股票自 1926 年以来提供的收益率甚至还要高，但其收益率离散度（标准差）相对于各类股票总体也来得更大。由此，我们再次看到，更高的收益率一直与更高的风险密切相关。

在数个五年以上的期间内，普通股带来了负数收益率。20 世纪 30 年代早期，股市风雨如晦，对股票投资者来说日子极为难熬。20 世纪 70 年代早期，股市带来的收益率也为负值。1987 年 10 月，大型股市平均指数暴跌了 1/3，这是自 20 世纪 30 年代至今股价在短期内变化最剧烈的一次。至于 21 世纪初的几年，股票投资者对股市表现可以糟糕到何种程度，当然是记忆犹新。尽管如此，经过漫长艰苦的努力，投资者还是因承担更大的风险收获了更多的回报。不过，投资者可以利用一些方法来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降低风险。这便为我们引出了现代投资组合理论的话题。该理论已对专业人士的投资思维带来了革命性变化。

8.4 降低风险：现代投资组合理论

投资组合理论的立论前提是：所有投资者都像我的夫人一样——厌恶风险。他们想得到高收益和有保证的投资结果。该理论告诉投资者如何将股票纳入投资组合，以便与寻求的收益相对应的风险尽可能实现最小化。该理论也对一句存在已久的投资格言给出了严格的数学证明，这句格言说的是，对于任何想降低风险的人，多样化都是应采用的一个明智策略。

投资组合理论是由哈里·马科维茨（Harry Markowitz）于20世纪50年代创立的。因为有此贡献，1990年他获得了诺贝尔经济学奖。他的著作《投资组合选择》（*Portfolio Selection*）一书是他在芝加哥大学攻读博士学位时博士论文的副产品。马科维茨的经历颇为丰富，他在加州大学洛杉矶分校（UCLA）教过书，在兰德公司（RAND Corporation）设计过一种计算机语言。他甚至还管理过一家对冲基金，在套利管理公司（Arbitrage Management Company）担任总裁。马科维茨发现，可将具有风险性（波动性）的股票放在投资组合当中，使得组合整体的风险小于其中所有单个股票的风险。

现代投资组合理论（MPT）中用到的数学知识晦涩难懂，令人望而生畏。数学应用充斥着各种学术期刊，顺便提一句，这也让很多学者忙个不停。不过，这对数学学科本身并没有带来哪怕是微小的进步。所幸的是，我不必带你穿越二次方程式的迷宫，也可以让你理解这一理论的核心思想。用个简单的例子，我们就可以让一切清楚明了。

假设我们生活在一个孤岛经济体中，这里只有两家企业。一家经营大型度假胜地，拥有多个海滨浴场和网球场、一座高尔夫球场。另一家企业是雨伞制造商。天气状况会对两家企业的业绩产生影响：在阳光灿烂的季节，度假胜地生意兴隆，雨伞制造商则销售急剧下滑；在阴雨绵绵的季节，度假胜地会惨淡经营，而雨伞制造商会迎来销售和利润的大幅上扬。表8-3显示了两个企业在不同季节创造的假想收益率。

表8-3 两家企业在不同季节里的表现

	雨伞制造商（%）	度假胜地（%）
雨水季节	50	-25
晴朗季节	-25	50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设平均而言一半的季节风和日丽、一半的季节雨水不断（也就是说，晴季和雨季出现的概率都是0.5）。如果一位投资者购买雨伞制造企业的股票，那他将发现全年有一半时间他会获得50%的收益率，还有一半时间亏损25%。平均下来，他全年将获得12.5%的收益率，这个收益率就是我们上面所说的投资者预期收益率。同样，投资度假胜地，他将获得相同的预期收益率。然而，投资于两家企业中的任何一家都有风险，因为收益率的变动性很大，且可能连续出现晴朗季节，也可能连续出现雨水季节。

不过，假设一位持有2美元的投资者不只是购买一家企业的股票，而是进行分散化投资，用1美元购买雨伞制造企业的股票，用另外1美元购买度假胜地的股票，那么，在晴朗季节里，投资于度假胜地的1美元将产生50美分的收益，而投资于雨伞制造商的1美元会损失25美分。这位投资者的总收益将是25美分（50美分减去25美分），这个金额是2美元总投资额的12.5%。

请注意，在雨水季节所发生的情况一模一样——只是其中的名称变一下而已。投资于雨伞制造商正好产生50美分的收益，而投资于度假胜地正好损失25美分。不过，这位进行分散化操作的投资者获得的总收益率还是12.5%。

上面这个简单的例子说明了投资多样化的基本优势。无论天气状况如何，因而无论海岛经济会受到怎样的影响，投资者通过分散投资同时购买两家企业的股票，每年定能获得12.5%的收益率。让这个投资“游戏”奏效的窍门在于，尽管两家公司都有风险（收益率年与年之间变动不居），但两家公司受天气状况的影响却不一样（用统计学的术语来说，两家公司收益率的协方差为负数）。[⊖] 只要经济体中单个公司盈利状况之间缺乏一定的共同变动性，多样化投资就可以降低风险。在本例中，两个企业的盈利状况之间完全负相关（总是一家欢喜一家愁），因而多样化可以完全消除风险。

⊖ 对于我所说的两只证券收益率之间共同变动的程度，统计学家用“协方差”这一概念进行衡量。我们假设用 R 表示来自度假胜地的实际收益率，用 r 表示相应的预期收益率或平均收益率，而用 U 表示来自雨伞制造商的实际收益率，用 u 表示相应的预期收益率或平均收益率，那么，我们可以把 U 和 R 之间的协方差（COV_{UR}）定义为：

$$COV_{UR} = \text{雨季概率} \times (U_{\text{雨季}} - \overline{U}) \times (R_{\text{雨季}} - \overline{R}) + \text{晴季概率} \times (U_{\text{晴季}} - \overline{U}) \times (R_{\text{晴季}} - \overline{R})$$

我们将假设概率和上表中的收益率代入公式，就得到：

$$COV_{UR} = 1/2 \times (0.5 - 0.125) \times (-0.25 - 0.125) + 1/2 \times (-0.25 - 0.125) \times (0.5 - 0.125) = -0.141$$

只要两只证券的收益率同向变动（即一只上升，另一只总是上升；反之亦然），那么它们的协方差将是一个较大的正数。如果两只证券收益率的变化方向完全相反，正如本例所示，那么我们就说两只证券的协方差为负。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，世间任何事情都有困难之处，多样化投资方面的困难就在于，多数公司的盈利状况在相当大程度上具有同向变动性。当经济衰退、人们失业时，失业的人可能既不会购买夏季度假服务，也不会购买雨伞。因此，在投资实践中，我们不应指望可以像刚才描述的那样，漂漂亮亮地把所有风险都消除干净。不过话说回来，因为公司的盈利状况并非总是完全同向变动，所以投资于多样化股票组合，很可能比只投资于一两只单个证券风险要小。

本例所揭示的多样化投资思想，若要用于构建实际的投资组合，是非常容易的。假设你正考虑购买通用汽车及其一家新型轮胎主要供应商的股票，以此构建一个投资组合。那么，分散化有可能使你大幅度降低风险吗？很可能不行。如果通用汽车销售额猛跌，那么它从轮胎制造商那里采购的新型轮胎就会减少。一般而言，倘若两家公司提供的收益率之间存在很高的协方差（高度相关），那么多样化策略便不会有多大帮助。

从另一方面看，如果把通用汽车的股票与某一经济萧条地区一家政府承包商的股票组合在一起，那么多样化可能会显著地降低风险。如果人们消费支出下降（或者油价大幅飙升），那么通用汽车的销售额和盈利很可能会下降，整个国家失业率很可能会上升。如果政府在高失业时期习惯于向经济萧条地区提供订单（以减少那儿失业带来的部分灾难），那么通用和这家承包商的盈利很可能不会同步变动。这样一来，两家公司股票的协方差便可能极小，或者更好的情况是协方差为负数。

这个例子可能看起来有点牵强，多数投资者会注意到市场遭受重创时，几乎所有股票都会下跌。不过，至少在某些时期，有些股票以及某些资产类别也确实会逆势而动。换言之，这些股票和资产类别与市场之间的协方差为负数，或者说它们彼此是负相关的（两种说法意思完全相同）。

这里真正关键的一点是，为了获得多样化带来的降低风险这一好处，相关系数并非必须是负数。马科维茨对投资者的钱包做出了伟大贡献，他证明只要不是完全正相关，都可以潜在地降低风险。表8-4展示了他的研究成果。如表所示，增加一只证券或一个资产类别是否能降低风险，相关系数起着至关重要的作用。

表8-4 相关系数与多样化降低风险的程度

相关系数	多样化对风险的影响
+1.0	不能降低任何风险
0.5	可以适度降低风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

相关系数	多样化对风险的影响
0	可以消除相当多的风险
-0.5	可以消除大部分风险
-1.0	可以消除所有风险

8.5 投资实践中的多样化

莎士比亚的作品固然经典伟大，但我们在解读的时候，能否说他完美无瑕呢？换句话说，是否存在一点，多样化过了这一点便不再是保护投资收益的魔杖呢？众多研究已给出了答案：存在。如图8-2所示，对于美国的恐外症患者——惧怕将目光投向国外的人来说，股票投资的黄金组合数至少是50只规模相当且充分多样化的美国本土股票（显然，50只石油类股票或50只电力事业类股票构成的投资组合，不太可能给组合风险带来同等程度的降低）。有了这样的组合，整个风险会降低60%多。不过，好事也就到此为止了，再增加持股数目，风险也不会降低多少。

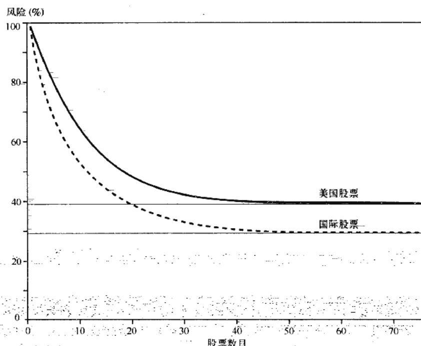


图8-2 多样化带来的益处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视野更为开阔的投资者认识到自从马科维茨首次阐明投资组合理论以来，世界已发生了相当大的变化。这些投资者较之惧外者，投资可以获得更好的保护，因为外国经济的变动，尤其是新兴市场国家和地区的经济变动，并不总是与美国步调一致。比如说，油价和原材料价格上涨，对欧洲和日本都有负面影响，甚至对至少可以部分自给的美国也产生不利影响。从另一方面看，油价上涨给印度尼西亚以及中东产油国会带来非常积极的影响。同样，矿产及其他原材料价格上涨，会对自然资源丰富的国家如澳大利亚和巴西产生正面影响。

研究表明，对于具有全球思维的投资者来说，黄金组合数大约也是50只。不过，这些投资者为自己的资金会找到更多的保护，图8-2清楚地显示了这一点。这里的股票不仅仅选自美国股市，还选自国际股市。研究的结果不出所料，国际性的多样化投资组合，往往比仅选取美国股票的投资组合风险更小。

国际性多样化投资的好处历历可考。图8-3显示了1970～2009年40年间实现的投资收益率。在此期间，外国股票［以摩根士丹利EAFE（欧澳远东）发达国家指数来衡量］[⊖]实现的年均收益率略高于标准普尔500指数中包含的美国股票。不过，美国股票更加安全，因为其年与年之间的收益率波动更小。在此期间，两种指数收益率之间的相关系数在0.5左右——这一数字虽然是正数，但也不算很高。图8-3中的曲线表明，投资者如果持有美国股票和EAFE股票（海外发达国家股票）构成的不同组合，那么相应地可以得到收益率与风险（波动性）的不同组合。在该图的右侧，我们看到，如果只持有EAFE股票，那么可能实现的收益率和风险水平会更高（波动性更大）。该图的左侧则显示，完全持有由美国国内股票构成的投资组合，会有怎样的收益率和风险水平。图中的曲线表明，在国内与外国股票之间进行不同的组合资产配置，会出现不同的收益率与波动性的组合情况。

请注意，随着组合的资产配置由百分之百的国内股票逐渐转向增加越来越多的国外股票，组合的收益率也相应地逐渐提高，因为在此期间，EAFE股票产生的收益率要略高于国内股票。不过，重要的一点在于，增加一些风险更高的国外股票，实际上降低了组合的风险水平——至少有一段时间如此。然而最终随着风险更高的

⊖ 远东原是一个地缘政治概念，指东亚和东南亚的国家和地区，尤指中国、日本、朝鲜、韩国和蒙古；此处主要是指日本、韩国和中国香港。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EAFE 股票在组合中所占比例越来越高，组合总风险也随着总收益的增加而上升。

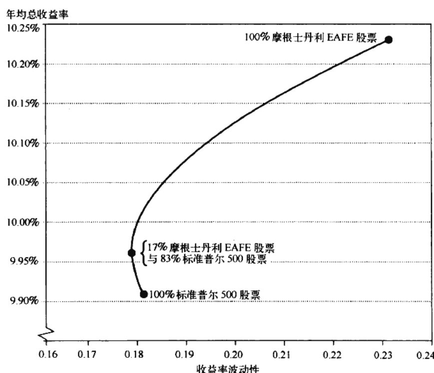


图 8-3 将美国和海外发达国家股票纳入多样化投资组合

（1970 年 1 月 ~ 2009 年 12 月）

资料来源：DATASTREAM.

上面分析的结果似乎有些矛盾，加入少量风险较高的外国股票之后，组合的总风险反而降低了。实际上，这并不矛盾。比如说，在日本汽车制造商在美国的市场占有率上升期间，其股票提供的良好收益会轧平美国汽车制造商股票带来的不良收益。另一方面，当美元变得更富竞争力、日本和欧洲仍处于经济衰退中而美国经济繁荣发展之时，美国制造业公司股票提供的良好收益会轧平外国制造商股票带来的不良收益。正是这种对冲作用降低了投资组合的总体波动性。

结果表明，风险最小的组合由 17% 的外国股票和 83% 的美国股票构成。而且，向国内股票组合中加入 17% 的外国股票，也有提高组合收益率的趋势。从这个意义上说，国际性多样化提供了在全球证券市场可获得的近乎免费午餐似的好处。加入外国股票使收益率提高的同时，还能让风险更小，任何投资者都不应对此视而不见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些投资组合经理声称，多样化已不再像以前那样能提供同样程度的益处。全球化不但使美国股市与外国股市之间的相关系数上升，也使股票与大宗商品之间的相关系数上升。从图8-4、图8-5和图8-6可以看出，相关系数在21世纪最初十年里已有怎样的上升。这些图分别显示了在每隔两年的时期内计算出的三类相关系数：美国股票（以标准普尔500指数来衡量）与发达国家股票（以EAFE指数来衡量）之间的相关系数、美国股票与大型新兴市场股票指数（摩根士丹利新兴市场指数）之间的相关系数、美国股票与石油、金属等一篮子大宗商品高盛指数之间的相关系数。尤其让投资者感到烦恼的是，当市场下跌时，相关系数尤其高。在2007～2009年全球信贷危机期间，所有市场都不约而同地下挫了。看上去，投资者无处可以藏身。无怪乎有些投资者开始相信多样化似乎不再是一个减少风险的有效策略。

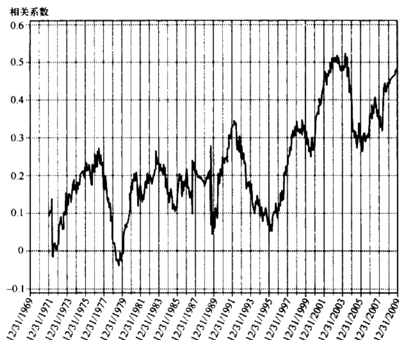


图8-4 标准普尔500指数与摩根士丹利EAFE指数之间每隔两年的滚动相关系数

但是请注意，即便市场之间的相关系数已经上升，市场之间远非完全相关，所以广泛的多样化依然会倾向于降低投资组合的波动性。即使在有些时期，不同的股票市场往往会同步跌宕起伏，多样化也仍然提供了足以令人满意的好处。请思考一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

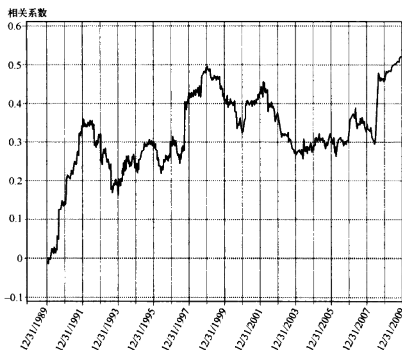


图 8-5 标准普尔 500 指数与摩根士丹利新兴市场指数之间每隔两年的滚动相关系数

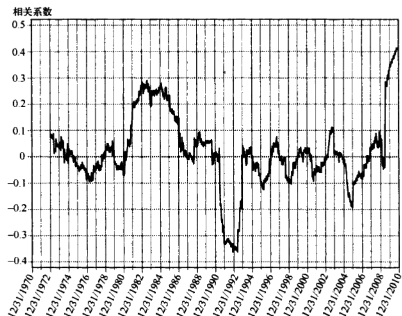


图 8-6 标准普尔 500 指数与高盛大宗商品指数之间每隔两年的滚动相关系数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下 21 世纪最初十年，人们提起时便普遍地认为对美国股票投资者来说，这是“失落的十年”。这段时期结束时，发达国家的股市——美国、欧洲和日本股市，其点位与这段时期开始时一样，或者低于初始的水平。有些投资者将自己的投资组合限于持有发达国家股票，未能获得满意的投资收益。然而，同样在这十年里，有些投资者还投资了来自新兴市场的股票（通过购买低成本、广泛多样化的新兴市场股票型基金，可以轻易地持有这类股票），便享有了非常满意的股票投资表现。

从图 8-7 中可以看到，在 21 世纪最初十年，投资者若购买标准普尔 500 指数股票，则会蚀本亏钱。但是，若投资大型新兴市场指数，就会获得很好的投资收益。而投资金砖四国（包括巴西、俄罗斯、印度和中国），更能提供丰厚的回报。总之，即便在这“失落的十年”当中，美国投资者倘若进行广泛的国际多样化投资，也会获得巨大的益处。

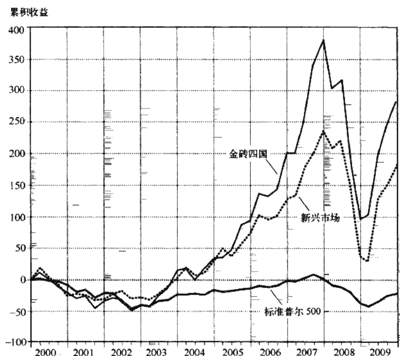


图 8-7 在“失落的十年”期间，将新兴市场纳入多样化投资会大有助益：来自不同市场的累积收益

资料来源：Vanguard，Datastream，Morningstar.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，事实证明，安全的债券在降低风险方面也自有其价值。图 8-8 显示在 2008～2009 年金融危机期间，美国长期国债与美国大市值股票之间的相关系数有了怎样的下降幅度。即使在 2008 年股市剧烈下跌期间，如果投资于巴克莱资本大型债券指数，获得一个广泛多样化的债券投资组合也会获得 5.2% 的投资收益。在这场金融危机期间，也还有一个藏身之地。作为一种有效的多样化投资类别，债券已证明了其价值所在。

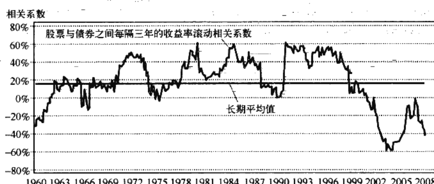


图 8-8 不同时段内股票与债券之间的相关系数①

① 10 年期国债收益率通过计算 10 年期国债到期收益率得出，到期收益率数字来自联邦储备银行网站；美国国内股票数据 1926～1970 年采用标准普尔 500 指数（每月再投资），1971 年至 2005 年 4 月 22 日采用道琼斯/威尔夏 5 000 指数，2005 年 4 月 22 日至今采用摩根士丹利美国大型市场指数。

总而言之，历久长新的多样化操作在今天也一如既往是强有力的投资策略。在本书第四部分，我将根据本章有关现代投资组合理论的分析讨论为不同年龄段和风险容忍度的个人投资者设计适当的资产配置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章
Chapter 9

不冒风险　焉得财富

倘若运用只在一半时间里正确的理论指导实践，还不如用抛掷硬币的办法来得经济实惠。

——乔治 J. 施蒂格勒（George J. Stigler）

《价格理论》（*The Theory of Price*）

现在，大概每位读者都已知道有风险就有回报。基于这个道理，长期以来，无论学术界还是华尔街都争先恐后地利用风险以获取更大收益。本章所涵盖的内容正是：创造测量风险的分析工具并运用相关知识获取更大的回报。

我们先概括地说一下现代投资组合理论。本人在第 8 章已提到，该理论认为多样化投资不能消除所有风险——虽然多样化在本人虚构的海岛经济体中消除了所有风险，因为所有股票往往齐涨共跌，同喜同悲。因此，在投资实践中，多样化只会降低部分风险，而不是所有风险。三位学者——斯坦福大学前教授威廉·夏普（William Sharpe）、已故金融学家约翰·林特纳（John Lintner）和费希尔·布莱克（Fischer Black）将学术智慧聚焦于确定在证券风险中哪些风险可以通过多样化消除、哪些风险不能消除。他们的研究成果便是著名的资本资产定价模型。夏普因对此工作有突出贡献，于 1990 年和马柯维茨共同荣膺了诺贝尔经济学奖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本资产定价模型背后的基本逻辑是：承担多样化可以分散掉的风险不会获得任何溢价收益。因此，为了从投资组合中获取更高的长期平均收益，你得相应提高组合中多样化不能分散掉的风险的水平。根据这一理论，聪明的投资者通过运用一种风险测量工具来调整自己的投资组合，就可以战胜市场。这种工具便是声名远播的β。

9.1 β与系统风险

β？一个希腊字母何以现身于这种讨论之中？无疑，这不是什么股票经纪人首先引入的。你能想象得出会有哪个股票经纪人说“我们可以合理地将任何证券（或投资组合）的总风险描述为该证券（或投资组合）收益率的总变动性（方差或标准差）”吗？不过，我们这些站在讲台的人倒常常这样说。并且还会说在总风险或总变动性中有一部分可以称为证券的系统风险，这种风险的产生源于两点：首先，一般说来，变动性是股票价格所具有的基本特征；其次，所有股票会随大市起伏，至少在某种程度上是如此。股票收益中余下的变动性则被称为非系统风险，这种风险缘于特定公司的特有因素，如罢工、发现新产品，等等。

系统风险，也被称为市场风险，记录了单个股票（或投资组合）对市场整体波动的反应。有些股票和投资组合对市场的变动非常敏感，而有些则更为稳定。这种对于市场变动而具有的相对波动性或敏感性可以根据过去的数据估算出来，算出的结果，你猜对了，就是用众所周知的希腊字母β来表示。

现在，你马上就会获知你以前想知道但又不敢开口询问的关于β的一切。从根本上说，β就是对系统风险的数字描述。尽管其中涉及一些机巧的数学处理，β测量法背后的基本思想就是将一些精确的数字置于资金管理者多年来所具有的主观感觉之上。计算β值，实质上就是将单个股票（或投资组合）的变动与市场整体的变动做一个比较。

计算开始时，先将一个涵盖范围广泛的市场指数的β值设定为1。如果某只股票的β值为2，那么平均而言，这只股票的波动幅度就是市场的两倍。如果市场上涨10%，那么这只股票往往上涨20%。要是这只股票的β值为0.5，那么当市场上涨或下跌10%时，它往往上涨或下跌5%。专业人士常把β值高的股票称为激进型投资品，而给β值低的股票贴上保守型标签。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，有件重要事情必须心里有数，就是系统风险不能通过多样化来消除。正因为所有股票都或多或少地沿着同一个方向变动，即它们的变动性中很大一部分是系统性的，所以即便是多样化的投资组合，也是有风险的。诚然，即使你通过购买一份整体股市指数（Total Stock Market Index）（其β值定义为1）来进行全面多样化，你的收益率仍然具有相当大的变动性（风险性），因为市场整体也会大幅波动。

非系统风险，是由特定公司的特有因素所引起的股票价格（进而引起股票收益）的变动性。签订新的大额合同、找到新的矿源、劳资纠纷、会计欺诈、发现公司财务人员贪污公款——凡此种种特有因素，都会使公司的股价独立于市场而波动。与这种变动性相关的风险，才是多样化可以降低的风险。投资组合的全部要义在于，只要股票价格不总是同向变动，任何一只股票的收益变动往往会被其他股票的互补性收益变动所冲抵。

图9-1 与图9-2 相似，说明了多样化与总风险之间的重要关系。假设我们为自己的投资组合随机选择股票，并且平均而言这些股票与市场整体具有完全相同的波动性（投资组合中所有股票的平均β值等于1）。图9-1 表明，当我们添入越来越多的股票时，投资组合的总风险便会下降，尤其是在开始添加的时候。

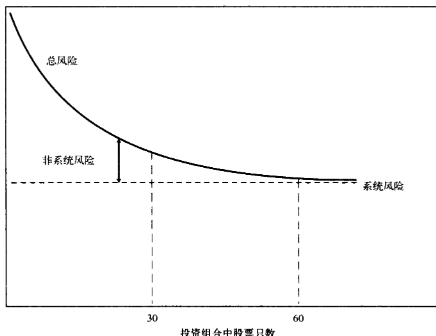


图9-1 多样化如何降低风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我们为投资组合选定30只股票时，大量的非系统风险被消除了，而再进一步多样化，进一步降低风险的成效就很小。当投资组合中有60只广泛多样化的股票时，非系统风险基本上被消除了，同时，我们的投资组合（β值为1）实际上倾向于与市场同起同伏。当然，用平均β值为1.5的股票，我们也可以做同样的实验。我们将再次发现多样化会迅速降低非系统风险，但是，投资组合中余下的系统风险会更大。用平均β值为1.5的60只或更多只股票构建一个投资组合，其波动性会比市场高出50%。

现在，我们便涉及论证中的关键一步。无论金融理论家还是金融从业人员都一致认为投资者既然承担了更多风险就理应获得更高的预期收益作为补偿。因而，当人们感觉风险更大时，股票价格必须做出调整，以提供更高的收益来确保所有股票都有人愿意持有。显而易见，没有超额的预期收益，厌恶风险的投资者是不愿购买具有超额风险的股票的。但是，在确定因承担风险而享有的风险溢价时，并非单个证券的所有风险都是相关因素。总风险中的非系统风险，通过充分适当的多样化，能够轻而易举地加以消除。我们没有理由认为投资者由于承担了非系统风险将会获得额外的补偿。投资者从承担的所有风险中获得补偿的，仅为多样化无力消除的系统风险部分。所以，资本资产定价模型说的是，任何股票（或投资组合）的收益（和风险溢价）总是与β相关，即与多样化无法分散掉的系统风险相关。

9.2 资本资产定价模型

风险与回报有关，并不是什么新奇的观点。多年来，金融专家一致认为投资者因承担更多风险的确需要获得补偿。新投资技术的不同之处在于如何定义和测量风险。资本资产定价模型（capital-asset pricing model）问世以前，人们认为每只股票的收益随着该股票内在总风险的变动而变动。还认为股票收益的变动随着其所产生收益的变动性或标准差的变动而变动。新的投资技术理论则认为每只股票的总风险并非相关因素。就超额收益而言，只有系统风险这部分才是至关重要的。

尽管新理论的数学证明高深难懂，其背后的逻辑却颇为简单。我们思考这样一个情形：有组1和组2两组股票，每组有60只股票。假设每只股票的系统风险（β值）为1，就是说，两组中的每只股票倾向于随市场同步上下波动。再假设由于组1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中单个股票存在特有的影响因素，组 1 中每只股票的总风险显著地高于组 2 中的每只股票。我们可以想象一下，组 1 中的股票除了受一般市场因素影响之外，还会特别受到某些因素的影响，比如气候变化、汇率变动和自然灾害。因此，组 1 中每只股票的特有风险将会很高。反之，组 2 中每只股票的特有风险假定为很低，因此，其中每只股票的总风险会很低。以上情形整理成表格，如表 9-1 所示。

表 9-1　组 1 与组 2 股票的风险比较

组 1（60 只股票）	组 2（60 只股票）
每只股票的系统风险（β 值）为 1	每只股票的系统风险（β 值）为 1
每只股票的特有风险高	每只股票的特有风险低
每只股票的总风险高	每只股票的总风险低

现在，依据资本资产定价模型诞生之前人们普遍接受的旧有理论，由组 1 中各只股票构成的投资组合的收益应高于由组 2 中各只股票构成的投资组合，因为组 1 中每只股票的总风险更高，而我们知道有风险就有回报。学者们在挥舞一番智识的魔杖之后，改变了这种想法。根据资本资产定价模型，这两个投资组合的收益应该相等。为什么？

首先，回想一下图 9-1（健忘的读者可以再看一眼）。从该图中我们看到当投资组合中股票的只数接近于 60 时，组合的总风险便降至系统风险的水平。细心的读者会留意到在上面的简表中投资组合的股票正好是 60 只。所有非系统风险基本上已被完全抵消，至于原因，比如说，一次意外恶劣天气带来的灾害，为汇率的一次有利变动所轧平，凡此种种，不一而足。投资组合中剩下的风险只是由每只股票各自的 β 值给定的系统风险。不过，在这两组中，每只股票的 β 值都是 1，因此，尽管组 1 中股票的总风险比组 2 中的股票更高，由组 1 股票构成的投资组合与由组 2 股票构成的投资组合，在风险（标准差）方面将表现完全相同。

新旧两种观点便在此正面交锋。按照旧有的一套估值方法，人们认为组 1 中的股票因风险更高会提供更高的收益；而资本资产定价模型认为如果组 1 中的股票处于多样化的投资组合之中，持有这些股票是不会有更多风险的。的确，倘若组 1 中的股票提供更高的收益，那么理性的投资者便会偏爱组 1 中的股票而嫌弃组 2 中的股票，他们会力图重新调整自己的持股结构，以期从组 1 中捕获更高的收益。但是，在这一过程之中，投资者会推高组 1 股票的价格，拉低组 2 股票的价格，直至出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户-零佣金-不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

他们不再想转换股票的均衡状态，此时，由每组股票构成的投资组合具有完全相等的收益，此收益与风险的系统性部分相关，而与包括非系统风险或特有风险的总风险无关。由于股票可以放在一起，构建投资组合来消除特有风险，所以只有不能分散的或系统性的风险才能要求风险溢价。投资者不会因承担可以分散掉的风险而获得报酬。这便是资本资产定价模型背后的逻辑。

资本资产定价模型（此后便以 CAPM 而知名，因为我们的经济学家爱用字母缩略词），其证明过程可以简括地这样陈述：倘若投资者因承担非系统风险便获得了额外收益（风险溢价），那么结果就是由具有大量非系统风险的股票构成的多样化投资组合，较之由具有较少非系统风险的股票构成的风险水平相同的投资组合，会带来更大的收益。投资者会争相抓住这个能够获取更高收益的机会，推高股价竞购非系统风险大的股票，同时抛售 β 值相等、非系统风险更低的股票。这一过程将会持续下去，一直到具有相同 β 值的股票的预期收益相等、投资者再也不能因承担非系统风险而获得任何风险溢价时为止。其他任何结果都将与有效市场的存在不相符。

这个理论包含的核心关系显示在图 9-2 之中。随着单个股票（或投资组合）的系统风险（β）不断增加，投资者可期待的收益率也不断上升。如果一位投资者持有的投资组合的 β 值为 0，比如他将全部资金投放在由政府担保的银行储蓄存单上（因为存单的收益率完全不会随股票市场的波动而发生改变，所以 β 值为 0），那么这位投资者将会获得一个适中的收益率，一般称之为无风险利率。然而，随着投资者承担更多的风险，收益率应会相应提高。如果投资者持有的投资组合的 β 值为 1（比如持有一只投资于大型指数的基金时，β 值便为 1），那么他得到的收益率将等于普通股提供的平均收益率。从长期来看，这个收益率已超过了无风险利率，但同时，这样的投资也是有风险的。在某些时期，这类投资的收益率比无风险利率要低得多，投资者不得不承受重大损失。这正是风险的含义。

图9-2 表明，只要调整投资组合的 β 值，就可以得到不同的预期收益率。比如说，假设投资者将一半资金放在储蓄存单上，一半资金购买一只代表大型股市的指数基金。在这种情况下，他得到的收益率将介于无风险收益率与市场收益率之间，他的投资组合的平均 β 值将是 0.5[⊖]。然后，根据资本资产定价模型，要想获得更高

⊖ 一般而言，投资组合的 β 值就是组合内各项资产 β 值的加权平均数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的长期平均收益率，你就应提高投资组合的 β 值。投资者可以通过两个途径获得 β 值大于 1 的投资组合，或者买入 β 值高的股票，或者通过保证金交易买入具有平均波动性的股票（见图 9-2 及表 9-2）。

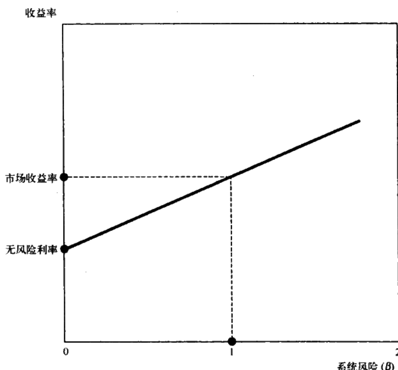


图 9-2 资本资产定价模型中风险与收益的关系[①]

① 记得高中代数的人会想起来，任一直线都可用一个方程来表示。图中直线的方程如下：

收益率 = 无风险利率 + β（市场收益率 − 无风险利率）

这个方程也可转换成风险溢价的表达式，换句话说，风险溢价等于任一股票组合或任一单个股票的收益率超过无风险利率的程度：

收益率 − 无风险利率 = β（市场收益率 − 无风险利率）

这个方程的含义是，你在任何股票或投资组合上获得的风险溢价直接随着你接受的 β 值的上升而上升。有些读者可能想知道 β 与我们讨论投资组合理论时说到的协方差这一关键概念之间有什么样的关系。实际上，从本质上说，任何股票的 β 值与根据历史数据测算的该股票与市场指数之间的协方差，完全是一回事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-2 投资组合构建举例[1]

要求的 β 值	投资组合的构成	投资组合的预期收益率
0	1 美元无风险资产	10%
0.5	0.5 美元无风险资产，0.5 美元市场组合	0.5(0.10)+0.5(0.15)=0.125 或 12.5%[2]
1	1 美元市场组合	15%
1.5	1.5 美元市场组合其中 0.5 美元以 10% 的利率借入	1.5 (0.15) - 0.5 (0.10) =0.175 或 17.5%

① 假设预期市场收益率为 15%、无风险利率为 10%。

② 我们也可以直接使用图 9-2 所给的公式得出预期收益率的数值：

收益率 =0.10+0.5(0.15-0.10)=0.125 或 12.5%

就像某些股票曾经大受欢迎一样，β 在 20 世纪 70 年代初也风靡一时。享有盛名的《机构投资者》杂志，本是将多数篇幅用来实录专业资金管理人的业绩，对 β 风潮也大为赞许，在一期封面上将字母 β 置于一座神庙的顶端，第一篇文章的标题就是“时尚 β——测量风险新方法！”。该杂志指出一些资金管理人数学水平都不超过多位数除法，现在也“带着统计学博士才有的激情，整天翻来覆去地说 β”。甚至连证券交易委员会也在它的《机构投资者研究报告》中，赞同把 β 作为一种风险测量的方法。

在华尔街，最早的 β 粉丝吹嘘说，他们只要买入一些 β 值高的股票，就可以赢得更高的长期收益率。自以为能把握市场时机的人，则认为还有更高明的办法。他们认为市场在向上走时，就买入 β 值高的股票，担心市场可能会下跌时，便转而持有 β 值低的股票。为了迎合对这种投资新观点的热情追捧，经纪券商迅速开展了大量的 β 测量服务；对于它们来说，能够提供自己的 β 估计值是与时俱进的象征。如今，你既可以从像美林之类的券商那里得到 β 估计值，也可以从诸如价值线公司和晨星公司之类的投资咨询机构那里获取 β 估计值。华尔街狂热支持 β 的公司曾大肆贩卖自己的 β 产品，其情之狂纵，恐怕让致力于传播“β 真理”的最热心的三流学者也惊诧莫名了。

9.3 让我们看一下记录

在莎士比亚的历史剧《亨利四世》第一幕中，格兰道尔（Glendower）向郝茨勃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Hotspur) 夸口说："我可以召唤幽深之处的魂灵。""是吗？我也行，谁都能做到，"郝茨勃不为所动地答道，"可你真的去接时，他们会来吗？"对于市场如何运行，任何人都可以提出自己的理论。资本资产定价模型不过是众多理论当中的一个罢了。真正重要的问题是，它管用吗？

确实有很多机构投资者欣然接受了β这个概念。但别忘了，β毕竟是个学术产物。还有什么能比它更呆板呢？只是作为描述股票风险的一个数字被创造出来，看上去它几乎天生就不会产生预期效果。待在密室里的图表师喜欢它。即使你不相信β，也得用β说话，因为在全国各地的大学校园里，我和我的同行们一直在源源不断地"制造"着博士和工商管理硕士，他们张口便说这个专门术语。他们现在把β当做一种方法，拿来评价投资组合经理的业绩。如果实现的收益率超过了根据投资组合β值预测的收益率，组合经理便被认为创造了超额收益（正数的阿尔法）。市场上有大量资金寻找可以带来最大阿尔法的组合经理。

但是，β用来测量风险果真有用吗？是否真如资本资产定价模型所言，β值高的投资组合与β值低的投资组合相比，会提供更好的长期收益？单单一个β就概括了一只证券所有的系统风险吗？或者说，我们还需要考虑其他因素吗？简而言之，运用β就真的会获得阿尔法吗？这些都是金融从业人员和学术界人士当下争得面红耳赤的问题。

在1992年公布的一份研究报告中，尤金·法马（Eugene Fama）和肯尼斯·弗伦奇（Kenneth French）根据1963～1990年的β测量值，将所有有交易的股票进行了十分位划分。第一个十分位包含β值最低的10%的股票，第十个十分位包含β值最高的10%的股票。如图9-3所示，研究结果令人吃惊，在这些十分位投资组合的收益率与其β值之间，实质上不存在任何关系。我在共同基金的组合收益率与组合β值之间关系上，也发现了相似的结果。在股票或投资组合的收益率与其风险测量值β之间，确实不存在什么关系。

因为法马和弗伦奇的研究涵盖了近30年的时间，涉及的范围非常广泛，所以他们下结论认为，收益与β之间的关系本质上是没有说服力的。β这一资本资产定价模型中至关重要的分析工具，在把握风险与收益的关系上，并不是一个有用的测量手段。于是，到了20世纪90年代中期，不但金融从业人员，甚至连很多学者，都愿把β当做废品扔进垃圾堆。那些早先曾记录了β辉煌的财经媒体，纷纷以"β之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

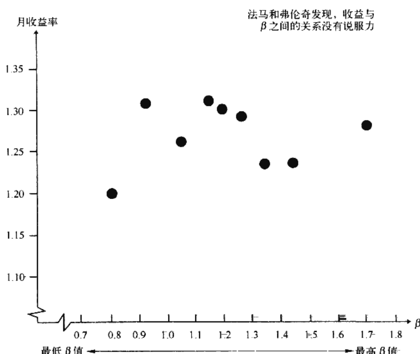


图 9-3 1963～1990 年的平均月收益率与 β（法马和弗伦奇的研究结果）

死”、“拜拜了 β”、“β 败退”之类的标题发表专题文章。《机构投资者》杂志引用的一封信代表了时代对 β 的看法，来信者仅署名为“造诣精深的数量分析家”[⊖]。信的开头这样写道：“眼下资金管理界风传一件惊天动地的大事，资本资产定价模型死了。”该杂志接着引述一位“弃暗投明的数量分析家”的话：“高等数学之于投资，将如泰坦尼克之于帆船运动。”于是，构成新投资技术的全套工具——甚至包括现代投资组合理论都笼罩在一片疑云之中了。

9.4 对证据的评价

我个人以为“弃暗投明的数量分析家”所持观点是错误的。找到资本资产定价模型的漏洞并不会导致人们在金融分析中放弃使用数学工具，也不会导致人们重拾

⊖ 数量分析家（quant）是华尔街人给喜欢进行定量分析的金融分析师起的绰号，他们特别关注新投资技术。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传统的证券分析方法。而且，现在我也不太想立即给 β 写上一篇讣告。我想还有很多原因使我们不能促下判断。

首先，很重要的是，要记住稳定的收益更加可取，也就是说，稳定的收益比波动很大的收益风险更小。显然，如果从钻井采油中获得的收益率与无风险政府债券带来的收益率完全一样，那么只有喜欢为赌博而赌博的人才会去钻井采油。倘若投资者真的一点儿也不担心波动性，数万亿美元的各类衍生证券市场恐怕也不会像现在这样火热了。因此，用来测量相对波动性的 β，至少还是抓住了我们通常所认为的风险的某些方面。再者，通过对过去数据的统计分析获得的投资组合 β 值，在预测未来的相对波动性方面，确实表现相当不错。

其次，正如加州大学洛杉矶分校的理查德·罗尔（Richard Roll）所言，我们必须牢记在心，测量 β 要想获得精确值是十分困难的（实际上可能无法办到）。标准普尔 500 指数并不是“市场”。整个股票市场还包括成千上万只美国的其他股票，也包括更多的外国股票。而且，整个市场中还有债券、房地产、大宗商品以及其他各种资产，比如包括我们每个人都拥有的最为重要的一种资产——由教育、工作和人生经验构筑的人力资本。你用不同的方法衡量“市场”，决定了你可能得到很不一样的 β 值。明尼苏达大学的两位经济学家拉维·乔根纳森（Lavi Jagannathan）和王振宇（Zhenyu Wang）发现，如果市场指数（我们通过它来测量 β 值）被重新界定而包括人力资本，并且 β 被允许随经济周期性波动而变动，那么对资本资产定价模型以及 β 作为收益预测工具的支持就非常强了。

再次，也有一些证据显示，当测量所涵盖的时间跨度长得多时（比如从 1927 年至今），收益与 β 之间还是存在正相关关系的。

最后，投资者应该认识到，即便 β 与收益之间没有多大长期的相关关系，β 仍然可以是一种有用的投资管理工具。假设 β 值低的股票的确可靠地提供至少与 β 值高的股票一样的收益率（这确实是个很大的假设），那么 β 作为一种投资工具，甚至比资本资产定价模型（如果它有效的话）所认为的更有价值。投资者应该挖掘 β 值低的股票，在获得相对于市场整体来说同样有吸引力的收益的同时，可以承担少得多的风险。而那些确实希望通过承担更高风险以追求更高收益的投资者，应该通过保证金交易买入并持有 β 值低的股票，这样既增加了风险也提高了收益。此外，在市场剧烈震荡期间，β 可能是一种有用的风险测量工具。在过去 50 年里所有熊市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期间，β 值高的股票的确比 β 值低的股票具有跌幅更大的倾向。在 21 世纪初的熊市期间，β 值高的科技股遭受的打击尤为深重。不过，有一点非常清楚，按通常方式测出的 β 值并非大脑的替代品，不能作为未来长期收益的简单预测工具来依靠。无论怎样，据我判断，说 β 已彻底死亡的报道来得过早了。

9.5 数量分析家寻求更优风险测量方法：套利定价理论

如果说 β 作为测量风险的一种有效数量工具已遭到破坏，是否有什么东西可以取而代之呢？斯蒂芬·罗斯（Stephen Ross）是风险测量领域的先驱者之一，他发展了一套关于资本市场定价的理论，该理论被称为套利定价理论。要理解套利定价理论所蕴涵的道理，我们必须记得资本资产定价模型有一个最重要的正确观点：在投资者承担的风险中，只有多样化不能消除掉的风险才应获得补偿。只有系统风险才要求得到风险溢价。但是，对特定股票和投资组合来说，影响其风险的系统性因素过于复杂，β 测量值可能无法对这些因素加以反映——股票的变动往往与市场的变动或多或少地有所偏离。因为任何特定的股票指数都不能完全代表市场整体，所以这种偏离尤其会发生。因此，β 可能无法反映若干重要的影响风险的系统性因素。

我们看一看影响风险的系统性因素中的其他几个因素。国民收入的变动可能对单只股票带来的收益产生系统性影响。我们在第 8 章举例说明的简单海岛经济体就属于这种情况。而且，国民收入的变动也映射了个人收入的变动，因此，我们可以预期证券收益与薪资收入之间的系统性关系会对个人行为产生重大影响。比如说，通用汽车某工厂的工人会发现持有通用汽车普通股风险特别大，因为遭到解雇和通用汽车股票带来的收益下跌可能同时发生。国民收入的变动也可能反映其他形式财产收入的变动，因而对机构投资者的投资组合经理来说也可能是相关因素。

利率的变动也会对单只股票带来的收益产生系统性影响，也是多样化投资不能分散掉的重要风险因素。利率上升时，股票往往会受到打击；从这个意义上讲，股票也是一种风险投资品，而易受一般利率水平上升冲击的股票，更是富有风险。因此，有些股票与固定收益投资品往往同向变动，这类股票也就无助于降低债券组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的风险。由于固定收益证券是很多机构投资者投资组合的重要组成部分，所以，利率变动这一系统风险因素对市场中一些最大的机构投资者来说尤其重要。

通货膨胀率的变动，也往往对普通股带来的收益产生系统性影响。原因至少有两点：第一，通货膨胀率上升往往导致利率上行，因而如刚才所讨论的，往往会导致某些股票价格下跌。第二，通货膨胀率上升可能会压低某些行业里公司的利润率。比如说，公用事业公司经常发现费率的提高滞后于成本的上升。从另一方面看，通货膨胀可能会让自然资源行业的股票价格受益。这再一次说明了在股票收益与经济变量之间存在着重要的系统性关系，而单靠简单的 β 风险测量，经济变量可能是无法充分反映出来的。

以上几个系统风险变量对证券收益的影响，已有统计方法加以检验，检验显示影响多少还是存在的。除了运用传统的 β 测量法之外，也运用若干系统风险变量如对国民收入、利率、通货膨胀率变动的敏感性对风险进行测量，可以比资本资产定价模型更好地解释不同证券之间的收益差异。当然，资本资产定价模型中 β 测量法遭遇的问题，有一些也让套利定价风险测量法深受困扰。现在还不能确定面对更广泛的检验这些新理论会有怎样的表现。

9.6 法马—弗伦奇三因素模型

尤金·法马和肯尼斯·弗伦奇为了思考风险问题，提出了一个类似于套利定价理论的三因素模型。他们除了使用 β 之外，还使用两个因素来描述风险。这两个因素源自他们所做的实证工作，那些实证工作显示收益与公司规模（以市值衡量）相关，也与市净率相关。法马和弗伦奇认为，相对而言，规模较小的公司更有风险。一个可能的解释是，这类公司在经济衰退期间要撑持下去，会更加不易，因而相对于 GDP 的波动，可能会有更多的系统风险。法马和弗伦奇还认为市净率低的股票在某种程度上会有“财务困难”。这些观点引起了热烈辩论，并非人人都认为法马—弗伦奇三因素模型衡量出了风险。但是毫无疑问，说到 2009 年年初，当时大型银行的股票都以很低的市净率在交易，我们很难说投资者不认为它们有破产倒闭的危险。即便有些人认为低市净率股票由于投资者的不理性会提供较高的收益率，他们也觉得法马—弗伦奇三因素风险模型不无益处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-3 法马—弗伦奇衡量风险的三因素

β	来自资本资产定价模型
规模	由股票总市值来衡量
价值	由市净率来衡量

有些分析师恐怕会在法马—弗伦奇三因素风险模型中进一步加入其他变量。他们可能会加入势能因素，以反映上涨或下跌股票继续上涨或下跌的趋势。此外，流动性因素也可能考虑进来，以反映这样一个事实：需要向投资者支付收益溢价，才能诱使他们持有流动性不强的股票。

9.7 小结

第 8 章和第 9 章是就资本市场现代理论展开的一次学术演习。股票市场看来是一个有效的系统，可以非常迅速地根据新信息进行调整。无论是研究股价过去走势的技术分析，还是研究单个公司和宏观经济前景这些更为基本信息的基本面分析，似乎都不能产生持久的收益。如此看来，要获得更高的长期投资收益，唯一的出路就是承担更多的风险。

遗憾的是，并不存在完美的风险测量方法。资本资产定价模型采用的 β 风险测量法，从表面上看挺不错，是一种简单而容易理解的测量市场敏感度的手段。但很可惜，β 也有缺陷。在 20 世纪各个长期时段里，β 与收益之间的关系实际上和资本资产定价模型理论上所显示的并不相符。而且，单个股票的 β 值在长时间里也不稳定，对据以测量 β 值的市场指数非常敏感。

我在此已给出理由说明，任何单一的测量方法都不太可能充分恰当地捕捉各种系统风险因素对单个股票和投资组合产生的影响。股票收益对整个股票市场的波动、对利率和通货膨胀率的变动、对国民收入的变动、毫无疑问对其他经济因素的变动如汇率的波动，都很可能会非常敏感。而且，一些证据显示市净率较低、公司规模较小的股票会带来更高的收益。神奇而完美的风险测量方法依然不在我们的掌握之中。

那些不发表研究成果便前途晦暗的助理教授可以大大地松一口气了，因为在学术界仍然存在着诸多关于风险测量的争论，更多的实证检验也需要他们去完成。毋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庸置疑，风险分析的技术仍将有很多进步；而风险测量的定量分析技术离死期还远得很。我猜想，未来的风险测量方法会更加复杂成熟——而不是比现在的更加简单粗糙。但无论如何，我们一定要当心，不能将 β 或任何别的测量方法当做捷径来评估风险、来确定地预测未来收益。你应当了解新投资技术中现代投资技巧的精华——它们有时可能会提供有用的帮助。但永远也不会出现一个俊美的精灵来解决我们的所有投资难题。退一步说，即使他现身了，大概我们也会把事情弄糟——就像资本监护信托基金（Capital Guardian Trust）的罗伯特·柯比（Robert Kirby）在下面一则他最喜欢的故事中描述的矮小老妇人一样：

她坐在养老院门廊上的摇椅里，突然一个小精灵闪现在眼前，对她说："我已决定，准许你实现三个愿望。"

矮小的老妇人应道："滚开，你这讨厌鬼！这一生中需要见的聪明人，我全都见识过了。"

精灵回答说："听着！我可不是说着玩儿。这是真的。让我试试吧。"

她耸耸肩说："好吧，试试。把我这摇椅变成纯金做的。"

扑哧一阵青烟过后，精灵做到了。老妇人显然来了兴趣。她说："把我变成年轻貌美的未婚姑娘吧。"

扑哧一阵青烟过后，精灵又做到了。最后，老妇人说："好吧，我的第三个愿望是把我的猫变成年轻英俊的王子。"

一眨眼，年轻王子出现了，他转过脸问老妇人："你把我阉了，现在不觉得后悔吗？"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章
Chapter 10

行为金融学



行为金融学并非传统主流金融学的一个分支，它在更好地描述人性方面取代了传统主流金融学。

——梅尔·斯塔特曼（Meir Statman）[⊖]

到现在为止，我们已阐述了有关股票市场的理论和技术，这些理论和技术都是建立在投资者行为完全理性这一前提之上的。根据这些理论和技术，投资者做决策时，目标是实现财富最大化，他们只受风险承担能力的约束。非也！一批新派的金融学家如此宣称。21 世纪初的几年间，这些行为金融学家开始崭露头角。他们认为很多（或许甚至是多数）股市投资者的行为根本谈不上完全理性。毕竟，想想这些人的行为吧：你的朋友和熟人、你的同事和上司、你的父母，或许不妨也可以加上你的配偶（当然，孩子是另一回事）。这些人中有谁行动理性吗？如果你的回答是“没有”，或者即便是“也有不理性的时候”，你会很高兴踏上下面的一段旅程，在行为金融学开辟的“不那么理性”的旁道小路上徜徉一番。

有效市场假说、现代投资组合理论，以及论述风险与收益之间关系的各种资产定价理论，全都建立在股市投资者行为理性这一前提之上。总体而言，投资者会对

⊖ 梅尔·斯塔特曼是行为金融学的代表人物之一。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的现值进行合理估计，因而他们的买卖行为确保了股价可以公允地反映股票的未来前景。

到现在应该很清楚了，“总体而言”这个说法正是这些经济学家的“逃生舱口”。这意味着他们可能承认有些单个市场参与者可能根本就不理性。但他们很快又找到了逃脱的理由，宣称非理性投资者的交易总是随机出现的，因而会相互抵消，不会对股价产生什么影响。再者，有效市场假说的信奉者断言，即使投资者以相似的方式表现出了不理性，精明而理性的交易者总会来修正因非理性交易者的存在而产生的任何误定价现象[⊖]。

心理学家可不愿接受经济学家的这些胡言乱语。其中尤其是丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）和阿莫斯·特沃斯基（Amos Tversky）这两位，他们猛烈抨击经济学家关于投资者如何作为的观点，在攻击的过程中创立了一个全新的经济学流派，这个流派就称为行为金融学。

这两位学者旗帜鲜明地亮出观点：人们并非像经济学模型假设的那样理性。别看对一般大众以及非经济学家来说，这个观点是一句大实话，但在学术界被广泛接纳，却用了20多年的时间。就在这个观点逐渐赢得越来越多的信任时，特沃斯基于1996年去世。卡尼曼因在这方面做出了贡献，于6年后荣获诺贝尔经济学奖。经济学奖居然没有授给经济学家，这就特别引起了人们的关注。卡尼曼一听说获奖了，就发表感言说：“这个奖项……再清楚不过了，是奖给我们两位共同参与研究的人，但很可惜，按照惯例，人去世了不能得奖。”

卡尼曼和特沃斯基阐明的一些真知灼见影响了涉及决策过程的所有社会科学，但给全美各地大学的经济学系和商学院带来的影响尤为强烈。想象一下，有个全新的领域可以让人发表文章，赚取高额讲座费，还可以撰写硕士、博士论文。

这对教授和学生可能很好，但对这个世界上想投资股票的其他人有什么好处呢？行为金融学能给他们什么样的帮助呢？说得更直接些，你能从行为金融学那里得到什么呢？事实上，的确有不少见解值得吸取。

行为金融学家认为市场价格很不精确。而且，人们的行为与理性在一些方面存在着系统性偏离；投资者的非理性交易往往是相互关联的。行为金融学进一步断言

⊖ 误定价现象是指证券市场价格偏离反映证券未来前景的坚实基础价值的现象。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以量化这样的非理性行为，或对这样的非理性行为进行分类。大致说来，有四种因素使非理性的市场行为得以存在，这些因素是：过度自信、判断偏差、羊群效应、风险厌恶。

不错，听起来挺好。信奉有效市场假说的人这样说。但是——我们这些有效市场假说的信奉者总会说“但是”——这些因素造成的扭曲行为会被套利交易者的行为抵消。“套利交易者”这个别致的词语是用来描述这样一类人：只要市场价格偏离其理性价值，他们就会进行交易从中获利。

从严格的意义上说，“套利”这个词的意思是从同一商品在两个市场上的不同价格之中获取利益。假设你在纽约可以按 1.5 美元兑 1 英镑的价格买进或卖出英镑，而在伦敦可以按 1 英镑兑 2 美元的汇率交易美元。套利交易者就会在纽约拿 1.5 美元买进 1 英镑，同时在伦敦以 2 美元的价格卖出 1 英镑，这样便可以赚到 50 美分的利润。同理，如果一只普通股在纽约和伦敦的交易价格不一样，那么，在价格便宜的市场买进这只普通股，并在价格高的市场卖出它，就是非常合理的事情。“套利”这个术语一般而言已扩展应用到这样的情形：两只很相似的股票以不同的估值进行交易，或者如果两家公司计划中的并购交易获准通过，一只股票预期将以更高的价格来交换另一只股票。从最不严格的意义上说，“套利”这个术语是用来描述买入看上去“价值低估”的股票、卖出价格已涨得“太高”的股票。在这样的买卖过程中，辛勤操作的套利交易者可以抹平非理性的股价波动，从而创造出有效定价的市场。

而在另一方面，行为金融学家则认为存在着大量的障碍阻止有效套利的实现。我们无法指望套利行为会使价格与理性估值保持一致。股票价格可能会严重偏离有效市场假说所预期的价格。

本章以下内容将探讨行为金融学给出什么样的关键论据，来说明市场何以并非有效、在华尔街为何根本就不存在“随机漫步”一说。我也会解释了解行为金融学理论对保护投资者免受自己容易犯下的一些系统性错误将有什么样的帮助。

10.1 个人投资者的非理性行为

本书第一部分已极为清楚地表明投资者总会有不理性的时候。然而，行为金融学认为非理性行为是持续不断的，并非阵发性的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.1.1 过度自信

认知心理学研究者已证实，人们在不确定的情形下做判断时，会有一些方面与理性产生系统性偏离。这些偏差中最普遍的一种是，人们往往对自己的信念和能力过于自信、对未来的评估过于乐观。

有一类实验说明了这种综合征的存在。实验时，主试询问一大群被试中的每一位，与被试群的平均水平或街上每一个会驾车的人比较起来，其驾车胜任能力会如何。驾车显然是一种有风险的活动，驾驶技能在其中起着重要作用。对这一问题给出的回答会很轻易地揭示人们在和其他人进行比较时，是否对自己的技能有个切合实际的认识。就大学生而言，在对他们进行实验后发现，总是有 80%～90% 的实验对象说自己比同班其他同学在驾车方面水平更高，也更安全。就像在小镇沃比根湖中（Lake Wobegon）[⊖]一样，（几乎）所有学生都自认为高于平均水平。

在另外一个涉及学生的实验中，实验对象被问及他们自己和室友的将来可能会有怎样的结果。他们一般都认为自己的未来很美好，想象着自己将来会事业有成、婚姻幸福、身体健康。然而，当叫他们猜想室友的未来时，他们的回应就实际得多了。他们相信室友嗜酒成瘾、罹患疾病、婚姻破裂、遭遇其他各种人生不顺事的可能性比自己都大多了。

这类实验在不同情境下已进行了很多次。比如，在工商管理畅销书《追求卓越》（*In Search of Excellence*）一书中，彼得斯（Peters）和沃特曼（Waterman）描述过一个实验。实验从成年男性中随机抽样，让他们就与他人相处的能力做出等级评价。100% 的实验对象将自己划在样本总体中相处能力强的 50% 之内。25% 的人认为他们位处样本总体最强的 1% 之中。甚至在判断体育运动能力时，对于这样一种似乎更难做出自欺欺人判断的能力，至少有 60% 的男性实验对象将自己划在最优秀的 25% 之内。即使最笨手笨脚的人也自己骗自己，认为自己的运动能力不赖。只有 6% 的实验对象相信自己在中等水平以下。

⊖ 美国某公共广播电台的一栏节目中有个很受欢迎的单元，叫做来自沃比根湖的新闻。在节目中，主持人会报道一周来他的故乡沃比根湖又发生了什么奇闻趣事。这个地方实际上是一个假想的小镇，这里的“女人都很强，男人都长得帅，小孩都是中上之资”。不过听过几次就会知道各种可笑的事情层出不穷，其实该镇的居民似乎也没好到哪里去。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丹尼尔·卡尼曼指出这种过度自信的倾向在投资者中表现得尤为强烈。与其他多数人群比较起来，投资者往往更会夸大自己的技能技巧，更会否认机会运气的作用。他们会高估自己的知识水平，低估有关风险，夸大控制事态的能力。

卡尼曼的实验显示，通过询问实验对象的置信区间，可以了解投资者的概率判断会有怎样的校准度。他曾向实验对象提过这样的问题：

> **自今日起一个月，你对道琼斯指数点位的最佳估计值是多少？接下来，选取一个高点位，让你有99%的把握相信（但不是绝对相信）道琼斯指数自今日起一个月将低于该高点。再接下来，选取一个低点位，让你有99%的把握相信（但相信程度不高于此）道琼斯指数自今日起一个月将高于该低点。**

如果你按照指示好好地回答了问题，那么道指将比你估计的高点更高的概率应仅为1%，比你估计的低点更低的概率也应仅为1%。换句话说，投资者应该有98%的把握相信道指的点位将落在他给定的范围之内。对利率、通货膨胀率、单只股票价格等方面，也已进行了同样的实验。

事实上，鲜有投资者能够设置准确的置信区间。准确的置信区间本应导致实际结果仅在2%的时间里会超出预期范围。而实际结果超出预期范围的意外情况，其发生时间通常却接近20%。这就是心理学家所说的过度自信。如果一位投资者告诉你他有99%的把握，那么假设他只有80%的把握，他的境遇会更好。这样的精确度意味着人们根据自己的预测所冒的风险往往比有合理原因的情况下更大。另外，一般而言，男性表现出的过度自信比女性多得多，尤其在涉及钱财管理事情上的高超技能时，更是如此。

从这些研究中我们该得出什么结论呢？显而易见，人们在自己做预测时设置的置信区间太过精确。他们夸大自己的技能，对未来持有的看法太过乐观。在股票市场上，这些偏差会以各种各样的方式体现出来。

首先最重要的是，很多个人投资者错误地确信自己能够战胜市场。结果，他们会过度投机，过度交易。两位行为金融学家特兰斯·奥迪恩（Terrance Odean）和布拉德·巴布尔（Brad Barber），研究了取自一家大型佣金折扣经纪券商在很长一段时间内的个人交易账户。他们发现个人投资者交易越多，投资表现也越差。而且，男

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性投资者比女性投资者交易多得多，投资结果也相应地更加糟糕。

这种理财技能错觉很可能是由另一个心理学发现造成的，该发现称为后见之明偏差。这样的偏差是靠选择性地记忆成功得以维持的。你会记得那些成功的投资。事后想来，你很容易就让自己确信你“本来就知道谷歌在首次公开发行后，立马会飙升 3 倍”。人们倾向于将好的结果归因于自己的能力，而辩解说不好的结果是由不寻常的外部事件造成的。两三次成功的趣闻逸事，总是比一般的过去经历更能让我们动心。事后聪明会使过度自信更加膨胀，并让幻觉潜滋暗长，以为这个世界比其实际情况好预测得多。即使贩卖毫无价值的理财建议的那些人，也可能认为自己提出的建议非常之好。《福布斯》杂志的出版商史蒂夫·福布斯（Steve Forbes）对此了解得更为透彻，他曾引用过一条建议。这条建议是他尚在祖父膝下玩耍时祖父送给他的：“出售建议比接受建议赚的钱多得多。”

很多行为金融学家认为投资者过度自信有能力预测公司的未来增长性，这导致了所谓增长型股票普遍具有高估的倾向。如果令人兴奋的新型计算机技术、医疗器械和经销渠道激发大众的想象力，那么投资者通常会推断相关公司将获得成功，预测其将拥有很高的增长率，而且对这些想法所持有的信心，比在合理预测的情况下要大得多。高增长性预测会使增长型股票的估值更高，但这些对未来充满希望的美妙预测常常会落空。公司的盈利可能下降，从而股票的市盈率也可能下滑，继而导致投资绩效非常糟糕。因此，在对令人兴奋的公司进行增长性预测时表现出来的过度乐观，可能是行为金融学家认为“增长型”股票往往表现逊于“价值型”股票的一个原因。

10.1.2 判断偏差

每天，我都会遇到这样的投资者：他们确信有能力“控制”自己的投资结果。图表师尤其如此，他们深信通过查看过去的股价就能预测未来。

拉里·斯韦德罗（Larry Swedroe）在他撰写的《非理性时代的理性投资》（*Rational Investing in Irrational Times*）一书中举了个极好的例子，说明连续好运或连续不顺出现的次数大大高于人们的想象。

> 每年给学生讲课时，一位统计学教授新课伊始，就会让各位同学写下自己想象中连续抛掷硬币 100 回依次出现的结果。不过，教授会选一个同学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际抛掷硬币，并让其记下投掷结果。然后，教授离开教室。15 分钟后，教授返回，同学们的结果已放在她的讲台上了。她告诉全班同学，她只要猜一次，就能从交上来的 30 份结果中，辨出实际投掷硬币的那个结果。经过一番辨认之后，她正确无误地一次猜准，全班同学都惊叹不已。这看起来非常神奇，她是怎样做到的呢？原来，她知道，连续出现 H（正面朝上）或 T（反面朝上）最多的结果极有可能是实际投掷硬币的结果。原因是这样：当提出 HHHHHTTTTT 或 HTHTHTHTHT 哪一个序列更可能出现这样的问题时，尽管统计学表明两个序列出现的可能性完全相同，但多数人会挑选"更加随机"的后者。因此，他们写下的想象中的序列，看起来往往更像 HHTTHTHTTT 而不像 HHHTTTHHHH。

撇开股市长期向上的趋势不谈，连续出现股票收益过高的情形并不会持久——这之后的未来收益一般而言会走低。均值回归总是存在。同样道理，金融万有引力定律也会反向起作用。至少对股市总体来说，下跌的终究会涨回来。然而在每个时代，人们典型的普遍看法却是认为异乎寻常的好行情总会更好，非同一般的低迷行情总会更加低迷。

心理学家早已发现个体往往会受到错觉的愚弄，对实际上并不具有控制力的局面会错误地以为具有一定的控制力。在一项研究中，实验对象坐在计算机屏幕前，屏幕被一条水平线一分为二，一只球在屏幕的两个半区上下随机跳动。实验对象分发到一个按压装置用来向上移动小球，同时也受到警示，屏幕的随机震动也会影响小球，使他们无法做到完全控制。然后，实验对象被要求做一个游戏，游戏的目标是让小球尽可能长时间地被控制在屏幕的上半区。在一组实验中，按压装置甚至都没与小球连接上，因而这些玩游戏的实验对象根本无法控制小球的运动。尽管如此，玩了一段时间之后，实验对象被问起时，都确信自己对小球的掌控非常好（未受此错觉影响的实验对象，却只是那些已被医生诊断为患有严重抑郁症的人）。

在另一项实验中，研究者使用两副完全相同的棒球牌在办公室内进行摸彩游戏。一副牌放在一只贮藏箱里，其中一张牌将被随机拿出。另外一副牌分发给参与摸彩的人；一半参与者自主选择拿到一张牌，另一半参与者就直接发到一张牌。主持实验的人告知参与者，中彩者将是手上持有的牌与从箱中随机拿出的一张牌相匹配的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人。然后，又告知每个参与者，虽然所有的牌已分发出去，有位新来的参与者想购买一张牌。这样一来，参与者面临的选择是：要么以某一商定的价格卖出手中的牌，要么将牌一直留在手中希望中彩。显然，每张牌中彩的概率都一样。然而，参与者愿意卖出手中牌的价格，对于自己选牌的人来说，却系统性地高于直接发到牌的人。从这类实验结果中获得的启发，使州彩票发行人决定让州内彩民自行选择号码，尽管是否中彩只是运气在发生作用。

正是这种控制错觉，可能引导投资者看见实际上根本不存在的趋势，或相信能够发现某个将预测未来股价的股价运行模式。实际上，尽管有人不辞辛苦，从股价数据中梳理出某种形式的可预测性，但从一个时期到另一个时期，股价走势却非常接近于随机漫步，未来的股价变动与过去的股价变动之间实质上并不相关。

判断偏差会因人们具有某种倾向而得到强化（要有心理准备，下面还会涉及一些专业术语），这种倾向就是人们往往错误地用“相似性”或“代表性”来代替合理的概率性思考。卡尼曼和特沃斯基设计的一个著名实验就说明了这种“启发式”。实验对象先看到关于对琳达的以下描述：

> 琳达 31 岁，单身，心直口快，非常聪慧。她的本科专业是哲学。在学生时代，她极为关心歧视和社会公正问题，也参加过反核示威游行。

然后，实验对象被要求做一个评估，说出关于琳达的八个不同陈述合乎事实的相对可能性。其中有两个陈述是：“琳达是银行出纳员”；“琳达是银行出纳员，她积极参与女权运动。”超过 85% 的实验对象判断“琳达既是银行出纳员又是女权主义者”的可能性要高于“琳达是银行出纳员”。但是，这种回答违反了概率论的一个基本法则（合成规律）：某人既属于 A 类又属于 B 类的概率小于或等于她只属于 A 类的概率。显而易见，没多少实验对象学过很多概率论的内容。

对琳达的描述使她看起来像一个女权主义者，因此“既是银行出纳员又是女权主义者”的陈述，显得更像是一个自然而然的描述，从而比“只是银行出纳员”的陈述更能代表琳达。这个实验已反复进行过多次，涉及的实验对象既有幼稚型的也有成熟型的（包括在概率论方面有所学习但并未探究其所有细微之处的实验对象）。

卡尼曼和特沃斯基想出“代表性启发式”这个术语来描述这一实验发现。这一术语的应用又导致了若干种其他判断偏差的发现，比如忽视基础比率的偏差。概率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论的一个基本法则（贝叶斯定理）告诉我们，在判断某人属于某一特定群体的可能性时，我们应该将“代表性”与基础比率（各类群体占样本总体的百分比）结合起来考虑。用日常语言来说，贝叶斯定理意味着，如果我们见到某个看起来像罪犯的人（他似乎代表了我们对罪犯形成的刻板印象），我们在评估他是罪犯的概率时，也要求我们知道基础比率——人们犯罪的百分比。然而，在一次又一次的实验中，实验对象都表现出了这样的现象：做预测时，对基础比率知识并未充分加以利用。尽管这一切显得有些神秘，但代表性启发式很可能给一些投资错误做出了合理解释，比如追逐热门基金或根据最近证据进行过度外推。

10.1.3 羊群效应

研究表明，一般说来，群体做出的决策往往比个体更好。如果更多的信息可以分享，各种不同的观点都被考虑周到，那么群体进行的有根有据的讨论会优化决策过程。

或许自由市场价格机制可以最好地说明经济体中的群体行为是明智的。由消费者和厂商做出的各种各样的单个决策，会引导经济体提供人们希望购买的商品和服务。在回应需求与供给的影响时，价格机制通过亚当·斯密“看不见的手”指导经济体生产出数量合适的产品。

同理，无数个人和机构投资者通过集体性的买卖决策，会使股票价格以这样的情况展现在他们的面前：买入一只股票，较之买入另外一只股票，看上去都一样合算。而且，尽管市场对未来收益的预测常常发生偏差，但这样的预测作为一个整体，比起任何单个投资者所做的预测，都更为准确。当自己的投资业绩与低成本、涵盖范围广泛的股票指数基金放在一起做比较时，多数主动管理型投资组合经理一定会羞愧难当地低下头来。

本书的所有读者已明白，市场作为一个整体在做定价决策时，并非一贯正确。市场时不时地也会出现疯狂的群体行为，我们已从 17 世纪郁金香球茎热到 21 世纪初的网络股热中，看到了这种群体性的癫狂表现。正是这种偶尔发生的病态群体行为，吸引了行为金融学的注意。

在群体行为的研究中，有个被广泛认可的现象，就是“群体思维”的存在。群体中的个体有时会相互影响，从而更加相信某个不正确的观点“实际上”是正确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。毋庸置疑，2000 年年初，对互联网盈利前景所做的过度乐观以致疯狂的群体预测，以及对新经济股票的错误定价，都是病态群体行为的佐证。

社会心理学家所罗门·阿什（Solomon Asch）是最早研究群体行为何以可能导致错误决策的学者之一。20 世纪 50 年代，阿什进行了一项著名的实验室实验，他让实验对象回答一个任何孩童也能正确回答的简单问题。他先向实验对象出示两张画有垂直线条的卡片，这两张卡片就像图 10-1 上显示的一样，左边的卡片上画有一条垂直线。然后，他问实验对象，右边的卡片上哪条直线与左边卡片上的直线长度相等。7 位实验对象依次回答了这样的问题。

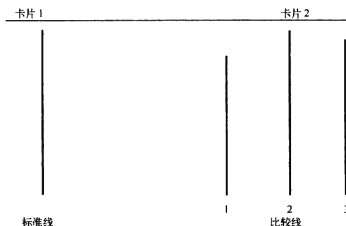


图 10-1 阿什实验中使用的卡片图样

资料来源：Solomon E. Asch, *Social Psychology*(Oxford,1987). Bypermission of Oxford University Press, http://www. oup. com.

但是，阿什给实验加了个“恶毒”的变化。在一些实验中，他动员 7 位实验对象中的 6 位，让他们故意给出错误的答案，而且是在第 7 位实验对象还没来得及说出自己的意见时，就给出错误答案。实验结果令人吃惊，第 7 位受试者经常会回答错误。阿什推测实验对象即使明知自己的答案不正确，社会压力也会迫使他们选错直线。

2005 年，一位神经科学家格雷格瑞·伯恩斯（Gregory Berns）进行了一项研究。他使用核磁共振扫描仪研究大脑的活动情况，以期确定人们是否明知自己的答案不正确也会屈从于群体意见，或者人们的感知是否真的发生了变化。这一研究的思路是：如果在群体面前放弃己见是由社会压力造成的，那么我们应该看到控制冲突的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前脑区域会发生变化；但是，如果在群体面前放弃己见是因感知实际发生了变化而引起的，那么我们应该期待控制图像和空间感知的后脑区域会发生变化。实际上，该项研究发现当人们给出错误答案以与群体保持一致时，管理空间认知的大脑区域的活动增加了。换句话说，他人的意见看上去真的改变了实验对象对自己所见事物的想法。由此看来，他人的错误真的会影响一个人对外部世界的感知。

在另一项研究中，社会心理学家安排一个人站在街角，叫他抬头朝空空如也的天空张望60秒钟。心理学家观察到，街上只有很少一部分行人停下脚步想看看这个人在看什么，而大部分行人径直从他身旁走过。接下来，心理学家安排5个人站在街角朝天空张望；这次，有4倍于上一次的行人驻足凝望空阔的天空。当心理学家安排15个人站在街角看着天空时，几乎有一半的过路人停下了脚步。安排更多的人看向天空，吸引了更多的行人朝天空凝视。

很显然，1999年至2000年年初这期间的网络泡沫提供了一个经典例证，说明不正确的投资判断会引导人们集体走向疯狂。迎合新经济热潮的股票提供的巨大获利前景使个人投资者激动不已，他们都感染上了不可理喻的从众心理。与高尔夫俱乐部的朋友、工作场所的同事、牌桌上的牌友口口相传的交谈中，都传递着一个富有感染力的讯息：互联网的发展正在创造巨大的财富。然后，投资者开始购买股票，不为别的，只因股价在攀升、其他人在赚钱，哪怕根据盈利和股利这类基本面因素来判断，股价的上涨根本就毫无道理可言。经济史学家查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）说过："没什么能比看到朋友发财赚钱，更能打破自己舒适安康的心境，扰乱自己的判断了。"畅销书《非理性繁荣》的作者罗伯特·希勒指出，疯狂的过程会以"正反馈环"的形式进行自我升级。最初的股价上涨鼓动更多的人买入股票，这又使股票收益水涨船高，从而诱使越来越多的人群参与进来。这种现象也是一种"庞氏骗局"，我在第4章描述与互联网泡沫有关的内容时提到过。最终，"庞氏骗局"因再也找不到更傻的傻瓜而宣告终结。

这种羊群效应，并非只发生在不谙投资之道的个人投资者身上。共同基金经理往往也随波逐流，采取同样的投资策略，一拥而上购买同样的股票。的确，三位行为金融学领域前沿学者洪（Hong）、库比克（Kubik）和斯特恩（Stein）进行的一项研究证明，如果同一城市其他经理正持有相似的组合，那么共同基金经理更可能持有相似的股票。这类研究结果与一种"流行病"模式完全一致，在这种模式中，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者会迅速而无可挽回地通过口耳相传散布股票信息。这样的群体行为已对个人投资者造成了毁灭性创伤。虽然股票市场赋予的长期收益颇为丰厚，但对一般投资者来说，投资收益却比这糟糕得多。原因在于投资者买入股票型共同基金之时，正是“非理性繁荣”导致市场见顶之际。在 2000 年 3 月之前的 12 个月间，大量资金涌入股票型共同基金，其规模之大，此前任何时期都不能与之相比。而在 2002 年秋季，市场正接近底部区域，此时个人投资者却从股票投资中大量撤出资金。戴尔巴协会（Dalbar Associates）展开的一项研究表明，一般投资者因错误地选择进出股市的时机而自食了苦果，他们的收益率低于市场平均水平可能大大超过了 5%。

另外，投资者往往会把资金投入近期业绩不俗的一类共同基金。比如，2000 年一季度，大量流入股票型基金的资金全都涌进了高科技“增长型”基金，所谓“价值型”基金因此遭遇了大量资金流出。此后两年间，增长型基金的价值急剧下滑，而价值型基金创造的实际收益却是正数。因错选基金而遭受的惩罚使上面描述的因出入股市时机选择错误而遭受的惩罚更为惨重。行为金融学告诉我们的最重要的教训之一便是个人投资者千万要避免被群体行为冲昏头脑席卷而去。

10.1.4 损失厌恶

卡尼曼和特沃斯基做出的最大贡献在于创立了前景理论（prospect theory）。该理论描述个人面临存在得与失、损与益前景的风险局面时会有怎样的行为表现。一般而言，诸如哈里·马科维茨之类的金融学家建立的模型中，都有这样的一个假设：个人做出的决策建立在决策选择对个人最终财富可能产生何等影响的基础之上。前景理论则挑战这一假设，认为人们的选择是由他们对得与失、损与益赋予的价值所驱动的。相对于合乎意愿的收益来说，等值损失被认为令人厌恶得多。而且，陈述得与失、损与益时使用的语言，用心理学术语来说，就是“如何框定选择”会影响最终做出的决策。

举个例子。有人告诉你，抛掷一枚质地均匀的硬币，如果正面朝上，你将获得 100 美元。不过，如果反面朝上，你必须付出 100 美元。你乐意接受这样的赌局吗？即使从反复抛掷硬币后你会盈亏相抵的意义上说，这个赌局非常公平，多数人恐怕也不愿参与。一半的时间你会赢得 100 美元，一半的时间你会损失 100 美元。用数学术语来说，该赌局的“期望值”为 0，计算方法如下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期望值 = 正面朝上概率 × 赌赢收益 + 反面朝上概率 × 赌输损失

$$期望值 = \frac{1}{2} \times (100\ 美元) + \frac{1}{2} \times (-100\ 美元) = 0$$

卡尼曼和特沃斯基后来对众多不同的对象实施这一实验，他们不断变换赌赢收益的数字以测试赌赢收益该达到多少，才会诱使人们愿意接受这个赌局。他们发现赌赢收益得在250美元左右。请注意，若赌赢收益定为250美元左右，赌局的收益期望值便是75美元，因此参加这样的赌局就非常有利。

$$期望值 = \frac{1}{2} \times (250\ 美元) + \frac{1}{2} \times (-100\ 美元) = 75\ 美元$$

卡尼曼和特沃斯基下结论认为损失令人厌恶的程度2.5倍于等值收益希望拥有的程度。换言之，损失1美元的痛苦是获得1美元快乐的2.5倍。100美元的财富变动，对多数资产殷实的人来说几乎注意不到，但即便如此，人们还是表现出了极端的损失厌恶。在后面的内容中，我们将看到损失厌恶如何让很多投资者犯下了代价高昂的错误。

然而，有意思的是，这两位心理学家发现个人在面临损失确定的局面时，极有可能放手一搏。思考下面两个选项：

（1）确定损失750美元。

（2）有75%的可能损失1 000美元，25%的可能不会遭遇任何损失。

注意，两个选项的期望值完全相同，也就是说，都有750美元的损失。但是，几乎90%的实验对象选择了第二个选项，准备赌一把。面对确定损失时，人们似乎表现出了追求风险的行为。

卡尼曼和特沃斯基还发现了一个与此有关且非常重要的“框定效应”（framing effect）。以不同的方式给决策者框定选择，可能会导致截然不同的结果。两位学者提出了如下问题：

> **想象一下，美国正准备应付一种罕见疾病的爆发流行，预计这次疾病流行会造成600人死亡。现已提出两种与这种疾病做抗争的备选方案。假设两种方案结果的精确科学估计是：**
>
> **如果采纳方案A，会有200人得救；**
>
> **如果采纳方案B，600人得救的概率是1/3，无人得救的概率是2/3。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户-零佣金-不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088-期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先请注意两种方案中获救人数的期望值都是200人。但是根据前景理论，当人们思考这两种方案可能带来的益处时，他们会厌恶风险。不出所料，大约2/3的实验对象回答这一问题时，选择方案A作为更可取的方案。

但是，假设我们以另外一种方式框定这个问题：

如果采纳方案A*，会有400人死亡；

如果采纳方案B*，无人死亡的概率是1/3，死亡600人的概率是2/3。

请注意，选择A和A*以及选择B和B*全都等值。但是，第二次框定后的问题，是从人们遭遇死亡风险的角度进行描述的。当问题以这样的方式被框定时，超过75%的实验对象选择了方案B*。这既证明了“框定效应”的存在，又证明了人们在损失值域内追求风险的偏好。当医生面临为癌症病人做出治疗方案选择的决策时，如果问题以存活概率而非死亡概率的方式陈述，医生往往会做出不同的选择。

10.1.5　自豪与悔恨

行为金融学家还强调，自豪与悔恨之类的情绪也是影响投资者行为的重要因素。投资者甚至对于自己，也很难承认在股市做了什么不好的决策。如果必须得向朋友或配偶承认这一点，悔恨的感觉可能会因此放大。从另一方面看，投资者通常会很得意地告诉他人，自己做了什么成功的投资，获得了很大的收益。

很多投资者可能会觉得自己若坚守正在赔钱的仓位，最终总会把亏的钱赚回来，这样便可以免去悔恨之情。投资者往往会抱着亏钱的仓位不放，却卖掉正在赚钱的仓位，这种倾向的背后可能就有自豪与悔恨的情绪。巴布尔和奥迪恩对一家大型折扣经纪券商10 000名客户的交易记录做了研究，他们发现明显存在一种“处置效应”（disposition effect）。投资者中有一个明显的处理股票的倾向：卖掉赚钱的股票，而抱牢赔钱的股票不卖。卖掉已上涨的股票，会使投资者实现利润，也使他们建立自豪感。如果抛售赔钱的股票，他们会招致损失，产生懊悔的痛苦情绪。

这种不愿接受损失的心理，根据理性投资理论显然不是最优选择，从常理的角

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度看也非常愚蠢。卖掉赚钱的股票（有税收优势的退休金账户除外），必然涉及缴纳资本利得税；卖掉损失已成现实的股票会降低在其他已实现收益上的应交税款，或者可获得一定限额的税款抵扣。即使投资者认为自己赔钱的一只股票以后会涨回来，卖出这只股票，并买入一只前景和风险特征相似的同行业股票，也会有好处。在住宅房地产市场似乎也能清楚地看到这种不愿接受损失的现象。房价上涨时，房屋销量上升，房屋往往会很快以报卖价或更高的价钱卖出去。然而，在房价下跌期间，房屋销量下滑，个人房主长时间在市场上压着房子不愿脱手，报卖价还高于市价很多。对损失的极端厌恶，有助于解释房屋卖主为何不愿以亏损价将自己的房产卖掉。

10.2 行为金融学与储蓄

行为金融学理论也有助于解释为何很多人不愿参加所在公司的401（k）储蓄计划，即使公司也为其提供与其交付的养老金等额的资金。如果一个雇员已习惯于拿到某一特定数量的实发工资，你再叫他拿出1美元为自己的退休计划增加养老金，对于因此而出现的工资扣减（即使实际扣减额不足1美元，因为参加退休计划而缴纳的养老金可以从应税收入中抵扣相当可观的数额），他会视为对当前消费能力造成的一种损失。个人对这些损失比所获利益看重得多。心理学家告诉我们，当这种损失厌恶与自我控制的难以展现、拖延耽搁带来的心情放松以及不做任何变化带来的安逸自在（维持现状偏差）同时存在时，就完全可以理解为什么人们往往储蓄极少了。

已有人提出两个建议，来解决人们不愿储蓄的行为。第一个建议是通过改变选择的框定方式克服惰性心理和维持现状偏差。我们知道，如果我们让雇员主动报名参加401（k）储蓄计划，很多人会婉言拒绝，不愿参加。但是，如果问题以不同方式进行框定，使得雇员必须主动“决定不参与”这项储蓄计划，那么参与者的比率将高得多。以自动加入为特征（雇员必须有意识地决定填写“决定不参与”的声明）框定401（k）储蓄计划的那些公司，其雇员参与计划的比率，较雇员必须主动“决定参与”计划的公司要高得多。

经济学家理查德·塞勒（Richard Thaler）和施罗姆·伯纳茨（Shlomo Benartzi）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提出了另一个劝诱参加储蓄计划的绝妙建议。有些雇员即使面对自动加入的储蓄计划，也总是拒绝参加，因为他们靠现有的工资收入几乎入不敷出。塞勒—伯纳茨“明天会储蓄更多”计划的实质，在于让雇员预先承诺从增加的薪金收入中拿出一部分放进退休储蓄金。如果雇员参加这个计划，那么从加薪后的第一份工资单开始起算，他们为自己的退休储蓄金拿出的钱就会增加。这种特色的储蓄计划减轻了因实发工资被削减而感到的损失厌恶情绪。雇员从工资中扣除一部分用来交养老金的比率，在每次加薪时都不断增加，一直到该比率达到法律许可的最大抵税限额为止。这样一来，惰性心理和维持现状偏差便朝着使人们持续参加储蓄计划这个方向发挥作用。任何时候，雇员都可以决定不参加这个计划。

1998 年，塞勒和伯纳茨第一次在一家中等规模的制造业公司实施了他们设计的计划。当时，这家公司面临的问题是雇员参与退休储蓄金计划的比率很低。事实证明，“明天会储蓄更多”计划颇受欢迎，该公司超过 3/4 的雇员同意加入。而且，这些同意加入的雇员中有 80% 以上的人在此后数次加薪中都一直参与了这个计划。即使中途退出的雇员，也没有将从工资中扣除的养老金比率降到当初的水平，他们只是将来不再想增加养老金。因此，即使这类员工储蓄的金额也比参加这项计划之前显著地增加了。

 10.3 套利限制

至此，我们已考察了影响投资者行为从而影响股价的认知心理偏差。个人投资者的行为经常表现得不理性，或者说至少与经济学家理想的最优决策行为不完全相符。在或许是最为病态的情形下，个人投资者似乎会集体发狂，将某些类型股票的价格推向不合理的高度。既然非理性投资者造成的偏差不会相互抵消，反而经常相互强化，如何才能让股票有效定价呢？有效市场假说的信奉者照本宣科地声称，即使很多个人投资者不理性，“套利交易”也总会让市场有效。像华尔街专业交易员和对冲基金经理之类的套利交易者，应该会建立起抵消作用的头寸——比如卖空定价过高的股票，买入定价过低的股票，结果，由非理性投资者造成的任何误定价，都会迅速得以矫正。理性交易者应该会抵消非理性交易者带来的影响。因而，一些行为金融学家驳斥市场有效的理由，便建立在第二个重要基础之上：这样的套利交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易会受到严重约束。行为金融学家认为市场上存在着一些重要的限制性因素阻止异常价格得到修正[⊖]。

我们假设非理性投资者的交易致使一家石油公司的股票相对于其基础价值以及品质相当的同行公司股票已定价过高。套利交易者可以直接卖空定价过高的股票，买入一家类似的替代石油公司的股票。这样，套利交易者便做到了对冲，因为影响石油行业的有利或不利事件对两家公司都会产生影响。石油价格的上涨会引起被卖空股票的价格上涨，同时也会使套利交易者多头仓位的价值上升。

但是，这种套利风险极大。假设“定价过高”的那只股票报告了一些特别好的消息，比如此前未曾预计到的一次重大石油罢工。或者假设“定价公允”的那只股票遭受某个意外挫折，比如一处深海油井爆炸，引发其股价下跌。想象得出，套利交易者可能两头受损。先前卖空的股票可能上涨，而多头仓位的股票可能下跌。要求这种套利交易去矫正已观察到的误定价是极其危险的。

交易者试图“矫正”已观察到的误定价，还会冒另外一种风险——对于“定价过高”股票的前景，投资者可能会变得更加过于乐观。假设在整个 1999 年，一个套利交易者确信网络股定价高得离谱。该交易者便可能卖空网络股中最受青睐的股票，希望以后能以更低的价格买回。但是，随着人们对新经济的热情持续高涨，新经济股票的价格继续攀高——其中很多股票翻了一番之后，又翻了一番。我们现在回顾过去，才知道网络泡沫会在 2000 年爆裂。在此期间，很多套利交易者输得衣衫不保。市场保持非理性的时间有时会比套利交易者保持偿付能力的时间更久。当套利交易者受到信贷约束的时候，更是如此。长期资本管理公司原是一家对冲基金，公司内有诺贝尔奖得主设计交易策略，却最终发现自己处于一种无法承受的境地，因为其对冲仓位的价格向相反方向运行，而自己并无足够的资本让那些仓位保持下去。

在卖空定价过高股票并买入定价过低股票这种游戏中，全球对冲基金是再自然不过的玩家，它们有着数万亿美元的资金可供投资。你可能以为这些对冲基金会认识到网络股的价格难以为继，因而会做空来利用误定价从中渔利。马库斯·布兰梅尔（Markus Brunnermeier）和斯蒂芬·内格尔（Stefan Nagel）进行了一项研究，仔

⊖ 行为金融学未形成统一的理论框架和研究体系。2001 年，尼古拉斯·巴伯瑞斯（Nicholas Barberis）和理查德·塞勒认为行为金融学两大研究范畴包括套利限制和心理偏差。本书作者阐述的行为金融学理论和研究体系与此一致。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

细考察对冲基金在 1998~2000 年的表现，希望发现这些基金是否抑制了最受追捧的投机性股票的价格疯长。

研究结果出人意料。在网络泡沫期间，像对冲基金这样成熟老到的投机者并不是一股矫正力量。他们没有狙击泡沫，而是骑上泡沫，实际上助长了泡沫的膨胀。从 1998 年至 2000 年年初，对冲基金始终是网络股的净买入者。他们的操作策略反映了他们持有的信念，即认为缺乏经验的投资者其蔓延的热情和跟风行为会使误定价更加厉害。对冲基金在这期间玩的游戏，就是早先在凯恩斯所描述的著名报纸评美比赛中讲到的游戏。虽然一只卖价 30 美元的股票可能仅“值”15 美元，但是，如果一些更傻的傻瓜愿意在将来某个时候为这只股票支付 60 美元，那么按 30 美元买入就很合算。

在 2005 年和 2006 年的石油市场，对冲基金似乎也扮演了兴风作浪制造不稳定的角色：2004~2006 年，每桶原油的价格上涨了一倍多。尽管世界经济增长之类的经济力量为油价上涨压力提供了一些基本面理由，但看上去是投机活动，尤其是对冲基金的投机活动，助长了油价的大幅飙升。在石油期货市场做空的几家对冲基金却都遭受了惨痛损失。显而易见，为矫正已观察到的价格泡沫而进行套利交易，在本质上是有风险的。

再说，有时候卖空操作无法实现，或者说卖空操作至少会受到严重制约。在卖空操作中，通常要借入被卖空的证券，以便将其交付给买家。比如说，要是我卖空 100 股 IBM 股票，我必须借入能够交割给买家的这些股票（在我持有这个空头仓位期间，只要有股利宣布发放，我还得向买家支付股利）。在某些情况下，可能无法找到可以借入的股票，因此从技术角度看，即使要实施卖空操作也无法做到。在一些最扎眼的无效定价实例中，卖空操作的技术限制阻碍了套利交易者矫正误定价㊀。

如果定价过高股票的近似替代股票难以找到，套利操作也可能很难确立。一次套利操作要产生预期效果，必须有一只相似的定价公允的股票可以借来对冲空头仓位，而且，若发生某个影响整个市场或该股票所属行业的有利事件，可以预期该股票的价格会上涨。

㊀ 在第 4 章“高科技泡沫规模盛大”一节和第 11 章“为何险些命中目标的漫射仍未射中”一节中，3COM 公司分拆 PalmPilot 子公司上市一例即是明显的误定价案例。许多试图借入 PalmPilot 股票做空的投资者从其经纪人处得悉，要么没有股票可借，要么得接受高得离谱的借入价格。套利交易受到技术上的限制，误定价持续数周。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为金融学家用来说明市场价格可能无效的最佳例证之一是，两只完全相同股票的交易价格却并不完全相同的案例。人们认为荷兰皇家石油（Royal Dutch Petroleum）与壳牌运输（Shell Transport）是“连体孪生”公司。1907 年，这两家公司同意结成联盟，将 60% 的税后利润分割给荷兰皇家，40% 的税后利润分割给壳牌运输。在有效市场中，荷兰皇家的市场价值应该总是壳牌运输的 1.5 倍。实际上，一直以来，荷兰皇家股价对壳牌运输股价的溢价常常达到了 20%。在有效市场中，相同的现金流应该以相等的估值进行交易。

这个案例的问题在于两只股票是在不同国家的市场进行交易的，这些市场的规则不同，而且将来的限制因素也可能不同。但是，即便荷兰皇家与壳牌运输在所有方面被视为等同，在这两只股票之间进行套利交易也会有内在风险。如果荷兰皇家对壳牌运输的交易溢价为 10%，那么恰当的套利操作应该是卖空定价过高的荷兰皇家股票，买入便宜的壳牌运输股票。不过，这一套利交易有风险。一只定价过高的股票可能会一直涨上去，给做空者造成损失。今天的便宜货明天可能会变得更加便宜。显然，我们不能完全依赖套利交易来消除市场价格与基础价值之间的偏离。毫无疑问，在 21 世纪头十年最后一段时间里，卖空操作的约束在房市泡沫的膨胀中，起到了一定的作用。在国内某些地区，当卖空房市实质上不可能实现时，便只有乐观者才说了算。当乐观者能轻而易举地利用抵押贷款让自己进行杠杆操作时，我们便很容易明白为什么房市泡沫不太可能由于套利交易而受到约束。

10.4 行为金融学给投资者的教训

像我这样的夜猫子经常收看深夜电视节目。“愚蠢的宠物技巧”单元是戴维·莱特曼（David Letterman）深夜脱口秀节目中比较滑稽的片段之一。在这个节目单元中，宠物主人会让自己带来的动物表演各种愚蠢的搞笑动作。遗憾的是投资者的行为也经常与这个电视节目中的主人及其宠物非常相似——只是不可笑。投资者会过度自信，遭受群体的践踏，囿于控制错觉，拒绝承认投资失误。实际上，相比之下，节目中的宠物显得非常聪明。

我们已看到人类行为的多个方面会对投资产生影响。在投资过程中，我们常常是自己的最大敌人。正如波戈（Pogo）所言：“我们现在遭遇了敌人，敌人就是我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己。”[⊖]了解我们如何受自己的心理伤害，可以帮助我们避免愚蠢的投资者错觉和妄想，从而避免破坏自己的财务安全。有一个古老的谚语与玩扑克牌有关，说的是：如果你在牌桌边落座辨不出谁是容易上当受骗的傻瓜，那就起身离开牌桌吧，因为你就是那个傻瓜。关于投资者心理的这些真知灼见，可以帮助我们免做那个易受愚弄欺骗的替死鬼。

查尔斯·埃利斯（Charles Ellis）长期观察股市，写了本才华横溢的投资书《赢得输家的游戏》（*Winning the Loser's Game*）。他根据自己观察到的情况说在业余网球比赛中，多数得分并不是凭你这一方打得如何聪明、如何有技巧获得的，而是靠你的对手一方失误得来的。投资中的道理也是如此。埃利斯提出多数投资者采用错误的股市投资策略，不接受本书推荐的依据指数买入持有的消极被动策略，从而自己打败了自己。从多数投资者的行为方式看，投资股市对他们来说变成了永远只赔不赚的游戏。

2000 年年初，你买的科技股一涨再涨，这时你很容易就让自己相信了你实在是个投资天才。这时，你也很容易就说服了自己，追逐近期表现最好的共同基金是万无一失的成功策略。而对于在泡沫期间放弃工作全心进行短线交易的少数人来说，上午 10 时买入一只股票，到中午就发现已涨了 10%，真是万分刺激。所有这些交易策略最终都以灾难收场。频繁进出的交易者赚到的收益总是比稳定的买入持有型投资者更少。

要对付我们的不良行为习惯造成的恶劣影响，第一步是要认清这些行为怪癖。还是屈服于市场智慧吧。正如业余网球手不用花拳绣腿的招式，只是尽量把球回过去，通常就会赢得比赛，投资者若简单地买入持有由市场上交易的所有股票构成的多样化投资组合，通常也会是赢得投资成功的一方。不要做你自己的敌人：避免使用愚蠢的所谓投资技巧吧。行为金融学为我们提供了以下几个最重要的教训。

10.4.1 避免跟风行为

行为金融学家了解导致投资者随大流的反馈机制。当网络股一路高歌时，面对人们异常欣喜兴奋的情绪，尤其是看到你所有的朋友都在夸耀从股市中赚到了大把钞票时，你很难不失去自制力。大量文献资料的记载说明，朋友对一个人的投资决策产生的影响无所不在。罗伯特·希勒和约翰·庞德（John Pound）调查了 131 位个

⊖ 波戈是 Walt Kelly 创作的著名漫画《波戈》中的卡通人物。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人投资者，询问是什么引得他们最近买入了某只股票。典型的回答是，个人交往接触的人，比如朋友或亲戚，推荐他们买了这只股票。投资者的朋友会对投资者的决策产生重要影响，关于这一点，哈里森·洪（Harrison Hong）、杰弗瑞·库比克（Jeffrey Kubik）和杰瑞米·斯特恩（Jeremy Stein）提供了更加系统的证据。他们发现根据财富、种族、教育程度、风险容忍度进行分类，社交家庭——与邻居有交往或参加礼拜的家庭比起非社交家庭，投资于股市的可能性大得多。

任何投资，只要变成人们交谈中广泛热议的话题，都可能对你的财富造成特别的危害。20 世纪 80 年代早期的黄金投资是如此；20 世纪 80 年代后期的日本房地产和股市投资也是如此；20 世纪 90 年代后期和 2000 年年初与网络有关的股票投资，以及 21 世纪头十年加利福尼亚、内华达和佛罗里达的公寓楼投资同样都如此。

无一例外，在一个时段最热门的股票或基金，在接下来的时段都是表现最差的。而且，正如在极度狂热的时段，跟风行为会诱使投资者甘愿冒着越来越大的风险，同样在悲观情绪弥漫市场之际，还是跟风行为让投资者认赔服输，黯然离场。媒体为吸引观众和听众大肆宣传行情跌得如何如何之惨，在一些事件上小题大做，也往往助长了投资者的这种自毁行为。即使媒体不进行过度报道，市场的大幅波动也会怂恿人们做出基于情绪而非理性的买卖决策。

由于错误地选择了出入股市的时机，典型的共同基金投资者从股市获得的收益率，都低于只是简单地买入持有市场指数基金本应带来的收益率。之所以如此，是因为投资者往往在市场处于顶部或接近顶部时（此时，每个人都热情洋溢）把资金投在共同基金上，而在市场处于底部时（此时，悲观气氛主宰着一切）却将资金撤出。图 10-2 和图 10-3 说明了这一点。从图 10-2 中，我们可以看到 2000 年年初市场达到高点时，新涌入共同基金的净现金流也达到了高峰。2002 年秋季市场处于谷底时，投资者撤出了资金。2008 年年末和 2009 年年初，市场正处在金融危机期间的底部，撤出市场的资金比以往任何时候都要多。这就是图 10-2 标题所说的"错误选择出入股市时机造成的惩罚"。

图 10-3 记录了"错误选择基金造成的惩罚"。2000 年年初市场处于顶部位置，资金流向了"增长"导向型共同基金，这类基金一般都是投资于科技股和网络股；而"价值型"基金则遭遇了资金流出，这类基金持有市净率和市盈率偏低的"旧经济"股票。接下来的三年间，"价值型"基金为投资者创造了丰厚的收益，而"增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长型”基金的价值急剧下挫。纳斯达克指数从最高点下跌 80% 之后，2002 年第三季度，增长型基金遭遇了大量赎回。由此可知，今天追逐火热的投资品种，通常会让你在明天遭遇投资的严寒期。

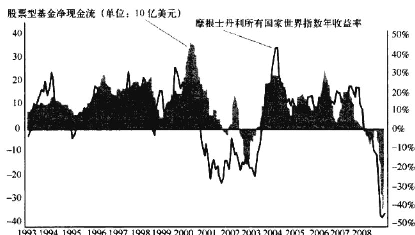


图 10-2 错误选择出入股市时机造成的惩罚：紧随股市涨跌而变动的股票型基金现金流量

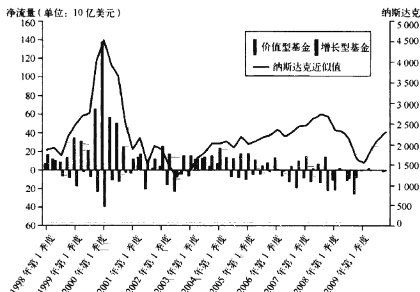


图 10-3 错误选择基金造成的惩罚：增长型和价值型基金的资金季度流入量与纳斯达克指数近似值

资料来源：Strategic Insight.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.4.2 避免过度交易

行为金融学家发现投资者往往对自己的判断过于自信，并且为了追求自己的财务幸福感，总是过度交易。很多投资者不断地换股，或者不断地更换共同基金，仿佛在玩金罗美纸牌游戏时选牌和发牌一样。除了招致大量交易成本，以及支付更多税款之外，投资者从频繁的交易中一无所获。短期资本利得是按照通常的所得税率课税的。买入持有型投资者会延迟支付在资本利得上的税款，如果股票一直持有到作为自己的一部分遗产分配给继承人，还可能完全免交税款。请记住传奇投资家沃伦·巴菲特给出的建议：近乎树獭似的无所作为，仍然是最好的投资风格。对股票投资来说，正确的持有期限是永远。

过度交易的成本颇为可观。巴伯尔和奥迪恩对1991～1996年66 000个家庭的交易数据进行了研究，他们发现这个样本中家庭年平均收益率是16.4%，而同期市场回报率则是17.9%。比较之下，交易最频繁家庭的投资组合年均收益率只有11.4%。也就是说，交易最频繁家庭的投资组合业绩显著地低于作为参照标准的消极被动的市场回报率。另外，男性往往比女性更加过度自信，交易也频繁得多。奥迪恩给投资者的建议是：如果你打算进行一次股票交易（并且你已结婚），就问一下你太太是否该交易。

10.4.3 如果一定要交易，就卖出赔钱的股票，而非赚钱的股票

我们已看到人们赚到钱固然十分开心，但承受损失会让他们痛苦得多。因此，有一点非常矛盾，投资者为了避免损失而承担的风险可能比为实现等额收益而承担的风险更大。而且，为了避免损失变成现实，为了避免必须承认自己投资失算的局面，投资者可能会避免卖掉价格下跌的股票或基金。而在另一方面，投资者一般来说会心甘情愿地扔掉赚钱的股票，因为这可以让他们享受行事正确带来的成功感。

有时，在市场崩盘期间，尤其是若你此时有理由相信公司的经营仍然非常成功，握牢手中下跌的股票则是明智的选择。如果你将股票卖掉而市场随后又回升了，你会心生双倍的懊悔。但是，抱住像安然和世通这样的赔钱股票不放，原因只是你错误地相信如果不卖就没有遭受损失，那就不是明智的做法了。“账面损失”与已实现的损失一样都是实实在在的。决定不卖与决定以现价买入同样的股票，其意义完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全相同。况且，如果你是在应税账户中持有该股票，卖掉它会让你减少税款，政府将通过降低你的税额，减轻你所遭受的打击。卖掉赚钱的股票，总会给你增加税收负担。

10.4.4 避免其他愚蠢的投资技巧

要提防新股

一家公司即将通过 IPO 上市，你是否认为通过购买这家公司的股票就能赚到很多钱呢？特别是在 2000 年崩盘的巨大网路泡沫期间，购买 IPO 股票似乎是十拿九稳的通向财富之路。有些成功实现了 IPO 的股票，一开始交易价格便两倍、三倍，（有一例中）甚至七倍于首次向公众发行的价格。无怪乎一些投资者开始相信凑热闹买进 IPO 股票是在股市“铸造”金钱最简单易行的办法。

我的建议是：你不应该以最初的发行价买入 IPO 股票，并且，在这些股票一般以比发行价更高的价格开始交易之后，你也千万不应该买入这些股票。从过往历史的角度看，买入 IPO 股票都不合算。通过衡量所有 IPO 股票发行 5 年之后的表现，研究者发现这类股票的收益率与股市整体比较起来，大约每年低 4 个百分点。IPO 股票上市交易之后，大约 6 个月便开始表现不佳。一般而言，这 6 个月被设定为“锁定期”，在此期间，内部人不得向公众抛售股票。一旦此限制解除，股票的价格常会剧烈下跌。

对个人投资者来说，投资的结果甚至更糟。真正质地好的 IPO 股票，你永远也没有可能以最初发行价买到手。IPO 热门股都被大型机构投资者或承销商最好的富有客户抢购走了。如果你的经纪人打电话，说你可以买到 IPO 股票，你可以肯定这只新股质地很差。经纪券商只有在不能把股票卖给大机构和最好的个人客户时，才会给你机会以初始发行价买入股票。因此，系统性的结果总是你将只能买到最差的新股。我很清楚，也许除了赌赛马或在拉斯维加斯赌博之外，没有哪一种策略比买入新股更可能危及你的财富了。

对热门建议保持冷静

我们都听说过人们兴致勃勃地提供热门建议的故事。比如说，你舅舅吉恩知道扎伊尔有个钻石矿，投资这座矿包赚不赔。请记住，一座矿通常就是地下的一个窟窿，有个骗子站在这窟窿的前面。再比如，有人神秘兮兮地告诉你表兄的老婆婕特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉德有一家小型生物科技公司养在深闺人未识。“这家公司便宜得要命，现在每股才卖1美元，而且他们正准备公布一种治疗癌症的新药。想想看，你拿2 000美元就能买到2 000股!”各种投资建议会从四面八方向你袭来——朋友、亲戚、电话，甚至网上。不要掺和到一起去。只要有人向你提供热门建议，你就躲开。这些建议涉及的投资对象极有可能会变成你生命中最糟糕的投资品。另外要记住：永远不要从气喘吁吁的人那里购买任何东西。

不要相信万无一失的策略

总会有业余和专业的投资者告诉你，有些策略可以遴选出最优秀的基金经理，可以在股价下跌时不让你卷入股市之中。遗憾的是，这些都不可能做到。当然，有些投资组合策略事后看起来产生了高于市场平均水平的收益率，但这些策略渐渐地全都自残自毁了。甚至还有一些择机进出股市的策略在几年甚至几十年里都有不错的效果。不过，从长期角度看，我赞成20世纪早期传奇投资家伯纳德·巴鲁克的观点，他说：“只有骗子才可能实现择机出入股市。”20世纪后期的传奇投资家约翰·伯格尔也说：“我不认识有什么人始终如一地做到了这一点（择机进出市场）。”

投资者还应该牢记一句古老的箴言：“如果有什么东西太好了，都显得不真实，那么就是太好了，不真实。”倘若有些投资者听从了这句箴言，他们也不至沦为有史以来最大规模“旁氏骗局”的牺牲品：2008年，伯纳德·麦道夫（Bernard L. Madoff）诈骗案浮出水面，据说让投资者损失了多达500亿美元的资金。麦道夫一案的真正问题是人们上了一个荒诞传说的当，以为麦道夫能在他管理的基金中持之以恒地每年为投资者带来10%～12%的收益率。

麦道夫诈骗案的“天才之处”在于麦道夫提供的收益率看起来又适中又安全。倘若他提供的收益率是50%，对这样天上掉馅饼的承诺，人们很可能会心生疑窦。但是，每年获得10%～12%的收益率，看上去却是大有可能的。然而，实际上，年复一年地赚取如此高的收益率，在股票市场（或其他任何市场）毫无可能，这样的声称本应很容易让人看清背后的真相。在很长的时间跨度中，美国股市大约平均产生了9%的收益率，但其间伴随有大幅波动，包括在有些年份，投资者的本金损失多达40%。麦道夫报告那样的投资表现，只有伪造业绩记录才能做到。请投资者也不要指望监管层会保护你，让你免受欺诈阴谋的陷害。曾有人警告证券交易委员会，麦道夫的投资业绩是不可能的，但该机构未能有所作为。唯一能保护你的，是要认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识到：任何东西若看上去太好，显得不真实，那毫无疑问就是假的。

10.5 行为金融学教给我们战胜市场的方法了吗

有些行为金融学家认为投资者所犯的系统性错误能为不受情绪和情感影响的理性投资者提供战胜市场的机会。这些学者认为非理性交易会产生可预测的股市模式，聪明的投资者可对其加以利用。这些观点比起上文说到的教训，争议要大得多，我们将在第 11 章对这些观点细加考察。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章
Chapter 11

对有效市场假说的漫射及漫射为何偏离目标

由于出现未预料到的一些情况，伦敦天眼通协会星期二将不召集会议。

——《金融时报》上的一则广告

2002 年 7 月的三周之内，道琼斯 30 种工业股票平均指数从 9 250 点跌至 7 750 点，共跌去 1 500 点，跌幅超过 16%。自 2000 年 3 月至 2002 年 10 月，纳斯达克科技股指数跌去 70%。从 2008 年 3 月到 2009 年 3 月的一年中，美国股市差不多下跌了 50%。在 2000 年 3 月或 2008 年 3 月，股市准确反映了与股票以及经济总体运行状况相关的所有信息吗？最近这场金融危机使贝尔斯登和雷曼兄弟被迫清盘，并在 2009 年威胁着毁灭全球经济，在危机发生之前，像这样的两家专业投资银行，对其投资组合中抵押贷款支持证券的价值，是否有理性的评估呢？

批评家认为股市发生的这些事件彻底动摇了有效市场假说的可信性。财经媒体毫不含糊地表达了自己的判断。《华尔街日报》发表意见说，有效市场假说是“一个显著的谬论”。《商业周刊》将该理论描述为“一个失败的理论”。《时代》杂志的贾斯汀·福克斯（Justin Fox）撰写了《理性市场的荒诞传说》（*The Myth of the*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Rational Market）一书，他声称有效市场假说欺骗了投资者，在 2008～2009 年全球信贷危机期间起了一个重要作用。

毫无疑问，对于“市场是有效的”这一观点，行为金融学家持有高度怀疑的态度，他们所做的研究工作已在第 10 章做了阐述。他们呵斥信奉有效市场假说的学界同僚怎么如此有眼无珠，竟然接受股市行为理性这样的观点。罗伯特·希勒对较长时期内的股市波动进行过一番研究，他得出结论认为：股票价格呈现出了“太多的波动性”，仅靠有效市场的定价理论是无法加以解释的，必须借助行为金融学思考的一些因素以及大众心理学的知识，才能解释清楚股市中价格决定的实际过程。希勒把有效市场假说称为“经济思想史上最显著的谬论”。

行为金融学家的工作得到了大量统计研究的有力支持，这些研究证实了一些可预测的股价模式的存在。事实上，学术界最近出现的曼特罗[⊖]念叨的便是“股票市场至少是部分可预测的”。麻省理工学院的安德鲁·罗是新一拨金融学家中最耀眼的经济学家明星之一，他和克雷格·麦金利于 20 世纪 90 年代后期出版了一本书，名叫《华尔街上的非随机漫步》。像理查德·塞勒这样的行为金融学家也提出精明的投资者可以利用一些可预测的股价变动模式来实施能够打败市场的成功的投资策略。

本章涉及的主要内容包括：为了证明市场并非有效（这在上文已有所提及），以及市场上根本不存在有利可图的随机漫步，一些人已做了哪些尝试。对于声称有效市场假说已经消亡以及意在证明市场价格实际上可加以预测的所有最新研究，我都将做一番评判。我最后得出的结论是，这些讣告实在是夸张了，股票市场能够被有效利用的可预测程度也是太言过其实了。最后，在所有该说的都说了、该做的都做了之后，我将说明遵循有效市场假说的信念——买入持有一只投资于大型市场指数的基金仍然是唯一的制胜之道。尽管市场在短期内可能并不总是保持理性，但从长期来看市场却总是理性的。加之任何人和任何技术都不能持续预测未来这一事实，在我看来（希望你也如此），“市场在长期总是理性的”这一点有力地证实了遵循有效市场假说而采取买入持有策略是非常正确的。

⊖ 曼特罗，印度教中的咒语，或作为祷辞反复诵念，或助人沉思冥想而反复诵念。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.1 我们说“市场是有效的”时，究竟指什么

首先，认真思考一下我说“有效”这个术语时所要表达的意思是很重要的。我的意思是并非市场总是正确的。这怎么可能呢？假设就理性而言，所有股票都按照未来现金流的现值（或折现值）进行定价。因为无人能准确地预测未来的现金流，所以市场价格必然总是不正确。即使市场有时会在估值上犯下极大错误，如互联网泡沫期间就是如此，市场还是能做到有效。即使很多市场参与者非常不理性，市场常常受到心理因素的重大影响，市场也还是能做到有效。

我和多数相信有效市场假说的人认为在确定市场是否有效时有两个重要标准。第一点，市场是一种机制，能极其成功地迅速反映新信息，且在多数时候能准确反映新信息。市场的反应可能并不即时发生，有时短期内还会反应不足。但是，总的说来，价格会合理地反映公众对每家公司所了解的情况。第二点，我相信也是更重要的一点，金融市场不会允许投资者不接受高于平均水平的风险，却获得高于平均水平的收益。我想联系一个非常著名的故事来说明这一点。故事中有一位相信有效市场假说的教授，一名学生和他走在路上，碰巧发现地上有一张 100 美元的钞票。学生停下脚步去捡钞票，教授发话说：“别费事了，如果那真是一张 100 美元的钞票，它也不会在那儿。”这个故事正好说明了当金融学家说“市场是有效的”时他们通常要表达的意思是什么。我们认为一张张 100 美元钞票不会散落在周围等人来捡，专业投资者捡不到，业余投资者也捡不到。

虽然有些人赞同不会有 100 美元的大钞散落在周围，但也有人坚持认为总有零钱等人来捡。究竟地上有多少零钱？是否有什么可靠的办法捡起这些零钱？对这些问题的争论已使很多人投身于学术，开始了研究生涯。为了立此存照，我将自己的信念声明如下，随着时光的流逝，它已变得更加不可动摇：无论是股票市场的运行方向，还是单个股票的相对魅力，任何人也无法持续地准确预测，因此，谁也无法持续地获得优于市场所能提供的整体收益。尽管偶尔肯定会出现一些有利可图的交易机会，一旦这些机会为人所知，它们也很快就被夺走而不复存在了。挖掘到经过风险调整之后还能赚钱的个别交易机会，尤其是在支付税金、产生交易成本之后还能赚钱的机会，至今没有任何个人或任何机构能够在长期内始终如一地做到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本书的第 1 版里，我对这一信念的表述更有趣味一些。我当时这样写道：一只被蒙住眼睛的黑猩猩朝股票列表投掷飞镖，也能够选出和专家所选一样好的投资组合。当然，我的建议不是真的让人投掷飞镖来选股，而是向股票列表扔毛巾，也就是说，购买一只投资于大型指数的基金，这样就简单地买入持有了市场上的所有股票，支付的费用也非常低廉。

我现在比以往任何时候都更加确信这一建议非常明智，同时也相信向市场随机漫步这一观点进行漫射的那些人无可避免地会射偏目标。

11.2 完全偏离目标的漫射

有些理论企图引人质疑市场的不可预测性，荒唐可笑至极，也许该赢得“博傻”理论的诨名。超级杯指标和裙摆指标就位列其中，这在第 6 章已做了描述。仔细考量之下，其他花里胡哨的奇谈怪论对有效市场的漫射也都完全失去了准星。这些古怪的理论包括道指狗策略（Dogs of the Dow）、1 月效应（January Effect）、“谢天谢地现在是星期一下午”模式（Thank God It's Monday Afternoon Pattern）和对热门消息反应不足效应（Hot News Response）。

11.2.1 道指狗策略

这个有趣的策略认为不再受欢迎的那些股票最终往往会再获青睐，因而一般来说要充分采用人弃我取的操作方法。根据这个策略，投资时每年需要从道琼斯 30 种工业股票指数股里购买股利收益率最高的 10 只成分股；其背后的思想在于，这 10 只股票最为失宠，于是它们的市盈率总是很低，市净率也总是很低。这个策略最先由一位名叫迈克尔·欧希金斯（Michael O'Higgins）的资金管理人提出，他在其出版的《打败道指》（*Beating the Dow*）一书中公开了这一投资策略。詹姆斯·欧肖内西（James O'Shaughnessy）检验了这一策略，检验的数据追溯到 20 世纪 20 年代；他发现道指狗的确战胜了该综合指数，每年胜出 2 个百分点以上，而且没有任何额外风险。

华尔街分析师如犬科分遣队般竖起了耳朵，他们闻风而动，把众多根据这一理论进行操作的共同基金推向了市场。到 20 世纪 90 年代中期，有 200 多亿美元的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金投放在道指狗基金上，这些基金的管理人都是些赫赫有名的公司，如摩根士丹利、添惠和美林等。后来，正如有人可能预料到的那样，这一策略的成功应用倒反咬了这些道指狗。道指狗的表现一直比不上整体市场的收益水平。“道指狗之星”迈克尔·欧希金斯发表意见说“这一策略后来太流行了”，因而最终走向了自我毁灭。现在道指狗再也不出来狩猎了。

11.2.2 1月效应

一些研究者业发现，就股票市场的收益来说，1月一直是个很不寻常的月份。在1月份的前两周期间，股票市场的收益往往特别高。这种效应在小型公司身上看起来尤为明显。即使考虑了风险因素，小型公司似乎也给投资者提供了异常丰厚的收益——这些超额收益主要是在每年的最初几天里产生的。这种效应在好几个国外股票市场上也已得到了证实。这一研究还导致了一本书的出版，书名挺有煽动性，叫做《难以置信的1月效应》(*The Incredible January Effect*)。投资者，尤其是在心里幻想着大量佣金翩翩起舞的股票经纪人，都制定策略，尽量利用这种被认为非常可靠的“异常现象”。

市场之所以会产生1月效应，一个可能的解释就是税收效应在发挥作用。有些投资者在日历年的年底卖出股票，其目的可能是出于缴纳个人收入税的考虑，有意把资本损失变成现实。如果这种抛售压力造成股价下跌，那么1月第一周的股价反弹，便可能会在此期间带来异常收益。这种策略可能适用于所有股票，但应用到小型公司的股票，其效应会更大，因为小型公司的股票更具波动性，而且在免交税金的机构投资者的投资组合中，小型公司股票出现的可能性也较小。遗憾的是，小型公司股票的交易成本比大型公司股票要高得多（因为买卖报价差更大，流动性也更小），因此，对于普通投资者来说，似乎也没办法利用这一异常现象从中获利。再说，这种效应也并非每年都靠得住。换言之，1月里的“零钱”捡起来成本太高，在某些年份里到头来还是海市蜃景。

11.2.3 “谢天谢地现在是星期一下午” 模式

另外一个“可预测模式”暗示华尔街上的漫步可能并非完全随机，这就是所谓的周末效应——从周五收盘到下周一收盘之间股票平均收益为负数。换句话说，“华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔街忧郁的周一”这个说法是有些道理的。根据这一思路，你应该在星期一下午接近收盘时买进股票，而不应该在星期五下午或星期一上午买进股票，因为此时的股票交易价格往往要稍微高些。然而，相对于使用这一策略所需支付的交易成本，效应还是太小，况且，并非每一周都会出现这种效应。

11.2.4 对热门消息反应不足效应

对市场本质上具有不可预测性这一点持怀疑态度的人，常常特别指出一个事实：市场根本没有能力迅速吸收信息，并随后自动做出反应，重新自我定价。一些学者认为股票价格对新闻事件反应不足，因而买入（卖出）传出利好消息（利空消息）的股票将获得异常收益。据说，从这个角度探究股市的人，其所做的工作叫从事“事件研究”。

有些实证研究显示股票价格对股利分配和意外盈利之类的信息往往反应不足。这可能会给股价带来短期势能。然而，尤金·法马发现，对于信息，常常存在过度反应，而且在新闻事件发生之后，异常收益持续存在的情况，不比收益反转的现象更加频繁地发生。他的研究还表明，当使用不同的预期“正常”收益模型对“异常”收益进行考察时，很多“异常”收益往往都消失了。法马得出结论认为那些研究者发现的所谓异常收益“在很大程度上可以归因于巧合”。所以，这种异常现象看来不能为投资者提供可靠的获取超常收益的方法，也就理所当然了。

11.2.5 为何枪法如此拙劣

现在，我们应该已清楚地看到，在股票市场上任何真正具有重复性和利用性的模式，只要能被发现，能因为套利而消失，最终都将自残自灭。也许曾在一段时间内，存在过一个真正可靠、可利用的1月效应，在这种效应产生时，股票市场——尤其是小型公司的股票在1月的最初5天中提供了不同寻常的收益。那么，投资者发现了这种效应之后该如何利用呢？很简单。他们会在12月份的最后一天买入股票，然后在1月5日抛出股票。但随后投资者会发现市场在12月份的最后一天回升了，于是他们就需要在12月份的倒数第二天开始买入股票；又因为在1月5日这天有大量“获利回吐”的抛盘出现，投资者要想利用这个效应，就得在1月4日卖出股票。这样一来，为了抢先一步，投资者不得不在12月份越来越早地买入股票，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 月份越来越早地抛售股票，结果，这一模式最终将自取灭亡。实际上，1 月效应在受到相当多的宣传之后，也就变得不可靠了。一位爱说笑打趣的人说："1 月效应有时会出现在前一年的感恩节那个星期"。

同样，我们假设总体来说对于某些新闻事件股价存在一种反应不足的倾向，投资者利用股价调整缺乏充分即刻性便能获得超乎寻常的收益——这是行为金融学家沃纳·德·邦特（Werner De Bondt）和理查德·塞勒以及研究者约翰·坎贝尔（John Campbell）、安德鲁·罗和克拉格·麦金利公开发表的一个研究发现——那么，会出现什么情况呢？"数量"投资经理将会制定出有关投资策略[㊀]以充分利用这一模式。实际上，能让人发现的模式，越是存在让人赚钱的潜力，能幸存的可能性也就越小。

此外，在这些可预测模式中，可能很多模式只是数据挖掘（data mining）[㊁]的结果。现在，利用数据进行试验非常轻松，这使研究调查者很有可能在金融变量之间或金融与非金融数据集之间发现某种表面看来有意义实则完全不切实际的相关关系。如果时间足够充裕，数据序列被"摩挲"得足够充分，那么就有可能从多数数据集中将任何一种模式"哄骗得手"。再者，公开发表的文献很可能有所偏颇，偏爱刊载这样的数据挖掘结果。有意义的结果可能会在专业期刊上发表出来，而对于以前有关股价随机变动的研究发现，其令人厌烦的证实性结果却被丢弃了。数据挖掘是非实验性科学中特有的问题，譬如金融学就是依靠统计分析来提出见解，但又不能通过重复性对照实验来检验其假说。

11.3 接近但仍然偏离目标的漫射

学者们一直念念不忘，需要搞出一些理论或策略好敲定终身职位；分析师们整天萦绕心头的是需要弄出一些理论或策略以便搞定奖金红利。于是，他们瞄准股票市场本质上不可预测性这个靶子，一心要击毁它，发起了稍微更精准点儿的漫射。这些漫射可归入三种类型：力求确定市场方向的漫射；旨在预测较长时期里市场收

㊀ "数量"投资经理，是指热衷于开发数学模型以协助交易活动的投资组合经理。——译者注

㊁ 数据挖掘，是指使用统计手段和计算机模式识别法，从数据库中提取隐含的、特别的、过去未知的、潜在有价值的信息。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益的漫射；企图挑选最能赚钱股票的漫射。前两种类型被称为时间序列策略，其中包括趋势是友（The Trend Is Your Friend）、股利巨奖法（The Dividend Jackpot Approach）、初始市盈率预测法（The Initial P/E Predictor）以及反身再上策略（The Back We Go Again Strategy）。第三种类型的理论来自横截面研究，包括“较小便较好”效应（Smaller Is Better Effect）以及价值终将胜出（Value Will Win）的主张。所有这些策略都有些可取之处，但没有一个能够射穿披在市场之上的不可预测性的面纱。

11.3.1 趋势是友（或称短期趋势）

最初支持股价随机变动这一理念的实证研究支持一个观点：股票市场没有记忆——股价过去的表现无助于预测股价未来会如何变动。一只股票一直在上涨，仅仅这一点并不意味着它会继续涨下去。后来的一些研究与这种纯粹的随机漫步模型不相一致。这些研究显示在股票市场中存在着一定程度的趋势，短期内测量到的股价变动往往的确会持续下去。比如说，研究者安德鲁·罗和麦金利就发现，在 20 年间，覆盖面较广的股票组合的收益率，在一周和一月的持有期上，都呈现了正的序列相关性。换句话说，如果在某一周获得了正收益，那么在下一周便更有可能接着获得正收益。另外，安德鲁·罗和其他一些研究者已表示，技术分析师使用的股价模式有些可能真的具有一定的预测能力。

这样的趋势与认为股价对新信息有时可能反应不全的观点相一致。行为金融学领域的心理学家发现短期趋势也与心理学上的反馈机制相吻合。个人投资者看到某只股票的价格正在上涨，便在一种“从众效应”的影响下，被吸引过来买入这只股票。随着行为金融学占据了更加显著的位置，在很多研究调查者的眼里，完全合乎情理的似乎是趋势，而不是随机性。

我认为有两个因素应该会阻止我们将上面提到的实证结果解释为市场无效的表现。虽然股票市场的表现可能并非完全的随机漫步，但把统计意义与经济意义区分开来却是十分重要的。引起趋势的统计可靠性实际上极小。任何需要支付交易成本的人，都不太可能找到一种建立在趋势之上的交易策略来战胜买入持有的策略。的确，另外一位行为金融学家特兰斯·奥迪恩所做的研究工作就表明趋势投资者并没有实现超额收益。恰恰相反，这类投资者的一个样本显示，即使在某个时期，统计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证据清楚地表明存在上涨趋势，这类交易者的投资业绩，比起采取买入持有策略的投资者，也要差得远。

我们还需要问一问这些显示出序列相关性的模式是否一直存在。趋势策略（也就是买入看上去正处于上升趋势或展现出相对强势的股票），似乎在某些时段产生了正的相对收益，而在另外一些时段却带来了负值收益。一点儿也看不出，采用趋势策略会可靠地带来超额收益。

威廉·施沃特（Wiliam Schwert）提出了一个很有趣的观点，他认为既然很多可预测模式在财经文献上被公开之后就销声匿迹了，那么这些模式可能只是反映了被选取的数据样本存在着偏差、研究者通常倾向于特别关注挑战普遍观点的结果。或者说，也许是实务界人士能迅速获知任何真正可预测的模式，并且对其加以充分利用，以至这种模式再也不能让人赚到钱了。

11.3.2 股利巨奖法

这种要战胜市场的策略建立在这样一个逻辑假设之上：如果总体而言股票目前提供的股利收益率高于平均水平，那么投资者获得的未来总收益将会是相对丰厚的。由尤金·法马和肯尼斯·弗伦奇进行的一项学术研究，以及由约翰·坎贝尔和罗伯特·希勒进行的另一项学术研究，都得出结论认为人们运用这一方法确实会赢得巨奖，因此，市场变动的随机性便可以否定了。如果预测范围够广的话，未来市场收益中多达40%的波动性，可以根据市场整体的初始股利收益率预测出来。

图11-1以一种有趣的方式呈现了这些研究结果。该图的绘制过程是：首先测算出美国大型股票市场自1926年以来每个季度的股利收益率；然后计算每个季度之后10年的市场总收益率，一直算到2009年；最后根据初始股利收益率水平，对观察结果进行十分位划分。总体看来，该图显示出当市场组合的初始股利收益率相对较高时，投资者从股市获得的总收益率也较高；如果股票在股利收益率较低的时候买入，投资者获得的未来收益率也相对较低。

这些研究结果未必与市场有效性不相符。当利率水平高的时候，股票的股利收益率往往也高；反之，当利率水平低的时候，股票的股利收益率往往也低。因此，初始股利收益率能够预测未来股票收益率这一点可能只是反映了股票市场对宏观经济形势做出了调整。而且，随着时间的推移，美国公司的股利分配行为可能已渐渐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

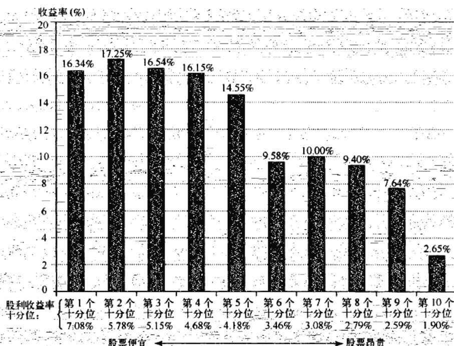


图 11-1　不同初始股利收益率下股票未来 10 年收益率（1926 ~ 2009 年）

发生了变化。到了 21 世纪，公司或许更有可能制订股票回购计划，而不是增加股利的发放，所以，股利收益率可能并没有过去那样有意义。更进一步说，值得指出的是，1995 年年初，股利收益率异乎寻常的低，股市却呈现出一派非理性繁荣的景象，道琼斯工业平均指数达到了 5 000 点。后来道指继续攀升，竟达到了接近 11 000 点的顶峰。最后，要注意这种现象对个股来说并非持续有效。投资者只是简单地买入市场上股利收益率最高的一些股票，并不会获得特别高的投资收益率。

11.3.3　初始市盈率预测法

与上文所说的股利收益率一样，市场整体的市盈率同样也显示出了可预测性。图 11-2 显示了这些数据，数据的呈现方式类似于上文描述的有关股利收益率的数据，也是采用十分位划分来分析的。按照图中显示的数据，投资者如果在市盈率相对较低时买入股票，那么往往会获得更高的未来收益。坎贝尔和希勒的研究显示，十年期收益率中 40% 以上的波动性，可以根据初始市场市盈率预测出来。他们得出结论认为在过去股票收益率在相当大的程度上是可以预测的。我们在图 11-4 中将看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到，也有一些证据表明市盈率相对于市场偏低的个股可能会产生更高的收益率。

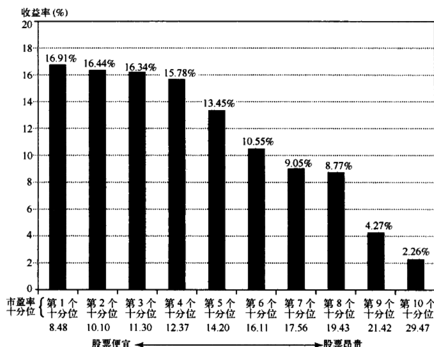


图 11-2 不同初始市盈率下股票未来 10 年收益率（1926～2009 年）

这些研究结果显示出股票价格具有非常大的可预测性，对此，有两点应该指出来。首先，这样的结果可能与有效市场完全一致。比如说，当利率水平高因而各种金融资产的要求报酬率[⊖]也高的时候，股票价格相对于盈利就会较低。20 世纪 80 年代早期，美国政府债券有两位数的收益率，此时的股票市盈率就非常低。其次，盲目依赖这些模式有时可能会导致很大的投资错误。1992 年，市场的市盈率水平异常高起（大大超过了 20 倍）。你从图 11-2 中可以看到，此后 10 年间年均收益率的预测值非常低。而事实上，1992～2001 年，标准普尔 500 指数 10 年间的年均收益率却在两位数的水平。我有一位同事，他在 20 世纪 90 年代早期把自己退休金计划中的投资全部转成了债券，因为当时的市盈率水平非常之高。在接下来的 10 年间，他非常懊悔当初做出了这一决定，也远没有当初那么确信股票收益是可以轻易预测的了。

⊖ 要求报酬率，指市场上资金供给者根据资金供求形势所要求的资金价格。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.3.4 反身再上策略（或称长期收益反转）

买入过去三年左右的时间里表现欠佳的股票，很可能让你在接下来的三年里获得高于市场平均水平的收益率。这是尤金·法马和肯尼斯·弗伦奇的研究发现，也是詹姆斯·波特巴（James Poterba）和劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）以及沃纳·德·邦特和理查德·塞勒的研究发现。用研究者的行话来说，他们认为，虽然股票收益率在短期内，比如一个星期或一个月内，可能存在正相关关系，但在更长的时期内，比如两年或两年以上的时间内，股票收益率却呈现了负的序列相关性。因此，采取反向操作的投资策略——买入近期表现相对疲弱的股票可能有望胜过采取买入近期已产生出色收益率的股票这一策略。对投资者来说，这里面隐含着一条忠告：就像行为金融学家说的那样，市场经常会反应过度，所以明智的做法是对流行一时的股票避而远之，集中关注那些失宠的股票。

在所有已发现或已声称其存在的可预测模式中，反身再上给我的印象是，它是最可信的一个模式。本书第一部分给出的证据已清楚地表明潮流和时尚可能会在股票定价中发挥作用。有些时候，大市值蓝筹股会风靡一时，而在另一些时候，网络股或生物科技股又会使投资者为之痴狂。不管市场流行的是什么，时尚之风都把股价推向了极端，都让市场处于顶部时买入股票的投资者尝尽了苦头。如果在无端膨胀的泡沫处于顶峰阶段时，投资者能避免买入股票，那么严重的投资错误也就可以避免了。同样，如果说那些受到过度追捧的股票，到头来只是变成了表现不佳的投资品种，那么或许那些近期遭投资者冷眼回避的股票——投资世界里的丑小鸭最终会云开雾散重见天日。尤其是当这种逆向操作的策略与基础价值法（避免买入只是因为不受欢迎的股票）结合使用的时候，投资者很可能会从这种策略中获得益处。

对于已实现股票收益中出现的这种反转现象，行为金融学给出的解释表明“空中楼阁”建造者在投资决策者中占据了支配地位。如果股票价格总是受到往往逐渐兴起后又归于寂灭的潮流和时尚的影响，那么股票收益中出现的这种反转现象就是可以预期的。正由于此，很多研究调查者得出结论认为有关收益反转现象的证据与有效市场假说是不相符的。嗯——可能是这样，但也可能并非如此。在逻辑和统计两方面存在的理由仍然支持有效市场假说。

在不同时段内出现的收益反转现象，常常根植于坚实的经济事实之中，而不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根植于心理变动之中。利率的波动是对股票价格产生影响的首要经济因素。因为债券——最能快速反映利率的走向，会与股票争夺投资者手中的资金，所以从逻辑上说，你应该会预见到在利率水平与股票价格之间存在着系统性关系。具体说来，当利率水平上升时，在其他条件不变的情况下，股票价格应会下跌，以便在将来提供更大的预期股票收益率；只有当这种情况发生时，股票才能与收益率更高的债券展开竞争。同样，当利率水平下降时，股票价格往往应该会上涨，因为股票总收益率虽然预期可能较低，但仍然可以与债券相抗衡。

利率波动会怎样造成股票的收益反转，是很容易理解的。先假设利率水平上升了。这会导致债券和股票的价格下跌，并且经常会使这两种金融资产的收益率都很低或者为负数。再假设利率下降回到了初始水平。这会导致债券和股票的价格上涨，并往往会给股票持有人带来很高的收益率。这样一来，利率水平经过一个周期的波动之后，我们可以看到在股票收益率相对较低之后，紧跟着的就是股票收益率相对较高，也就是说出现了收益反转现象。这里的关键是收益反转现象的出现未必就是由逐渐式微的潮流时尚所导致。它们的产生也可能是因为股市参与者面对利率波动做出了合乎逻辑又有效的反应。

从统计的角度来看，也同样存在一些理由可以质疑收益反转这一发现是否牢靠。20 世纪前半叶的收益相关性比后半叶要低得多。因此，简单地利用反向投资策略并不能保证必然成功。再说，即使潮流时尚在一定程度上会引起一些收益反转现象（如某一群特定类型的股票得宠失宠时所出现的情况），潮流时尚也不会总是出现。

最后，人们可能无法利用单个股票展现的收益反转现象而赚到钱。尽管这种收益反转现象可能具有统计意义，但可能只应视为均值回归，而不应看做可预测的机会，可以带来高于平均水平的收益。我和苏兹桑娜·弗拉克（Zsuzsanna Fluck）、理查德·匡特曾经模拟过一个投资策略，买入在最近两三年里表现相对较差的股票。我们发现在接下来的一段时间内，这些股票带来的收益确实有所提高，但也只是回到了股市收益的平均水平。因此，尽管存在过统计意义很强的收益反转模式，却没出现过一个你可以从中得利的反转模式。再者，即便最近的“输家”在随后确实产生了超乎寻常的收益率，这并不意味着股票价格会系统性地“走过头”，超过自身的合理水平。有些股票在经历一些不利的经营反转之后价格急剧下跌，展现出了更大的不确定性和波动性，因而对投资者来说风险也就更大。因为投资者承担更大风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险而要求更高的收益率，所以，发现这些股票的未来收益相对丰厚，是与市场的有效运行相一致的。

那么，投资者应该怎么办呢？细心的读者知道，我相信股票市场基本上是合乎逻辑的。我也承认市场有时会被潮流激荡得忘乎所以，有时又被悲观情绪折磨得过了头。因此，根据坚实基础理论进行投资操作的“价值型”投资者常常会发现，近期收益不佳的股票可能将来会提供丰厚的收益。知道细致的统计研究也支持这种倾向，应该会让投资者在结合使用坚实基础方法执行反向投资策略时感觉更舒服些。但要记住，统计上的关系是相当松散的，并且，一些不受欢迎的股票之所以不受欢迎，可能也是罪有应得，风险也无疑会更大些。毫无疑问，有些在走下坡路的公司可能会继续下滑直至跌向深渊，2002 年和 2009 年，投资者就分别从投资于安然和美国国际集团的股票中，感受到了切肤之痛，认识到了这一点。统计上的联系非常松散，非常不确定，你要是指望反向策略会带来十拿九稳的成功，那你就应该特别小心了。

11.3.5 “较小便较好”效应

从长期来看，小型公司的股票，较之大型公司的股票，往往会带来更大的收益。这很可能是研究调查者在股票收益中业已发现的最有力的模式之一。自 1926 年以来，美国小型公司股票产生的收益率，比大型公司股票高出 1.5 个百分点以上。

图 11-3 显示了法马和弗伦奇的研究工作，他们根据规模大小将股票进行了十分位划分。他们发现第 1 个十分位也就是总市值最小的 10% 股票，其产生的收益率最高，而第 10 个十分位，也就是总市值最大的 10% 股票，其带来的收益率最小。而且，在同样的 β 水平上，小型公司也比规模更大的公司表现要好。

尽管如此，我们还是需要记住小市值股票可能比市值更大的股票风险更高，因而可能应该为投资者带来更高的收益率。由此可知，即便“小公司效应”在将来继续出现，这样一个发现与有效市场假说也并不冲突。在风险调整的基础上，小市值公司的股票战胜了市值更大公司的股票，这样的发现是否说明市场无效，取决于你如何测量风险。β 并不能捕捉所有的风险，而已发现小型公司会产生“超额”收益的那些研究总是采用 β 风险测量法。我们不可能辨别出这些异常收益究竟是市场无效产生的结果，还是因为我们测量风险的方法存在不足之处。小市值公司带来的更高收益，可能只是因为投资者承担了更大风险而应付给他们的必要报酬。此外，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

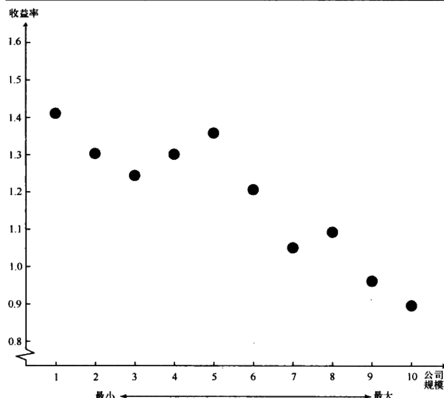


图 11-3 1963～1990 年月平均收益率与公司规模对照

资料来源：Fama and French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance* (June 1992).

些研究中发现的小公司效应，可能只是产生于所谓的存活者偏差（survivorship bias）。今天的公司名单中只包括了那些度过困境存活下来的小型公司，而不包括后来破产倒闭的小型公司。

最后，小型公司效应的持续性是否可靠，也是颇为令人置疑的。虽然规模较小公司在 21 世纪初头 6 年里表现非常出彩，但在 20 世纪 90 年代，持有这类股票却得不到什么收益。就能否让投资者获得异常高的收益而言，买入由小型公司股票构成的投资组合，几乎算不上是一种铁定会成功的策略。

11.3.6 "价值终将胜出" 观点的投资记录

1934 年，戴维·多德和本杰明·格雷厄姆发表了一份面向投资者的宣言，该宣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言直到今天都吸引了众多的忠实信徒，其中包括传奇投资者沃伦·巴菲特。多德和格雷厄姆认为随着时间推移"价值"终会胜出。为了发现价值，投资者应该寻找低市盈率和低市净率的股票。价值建立在当前实际情况而非未来增长预测的基础之上。运用这一理论的结果与行为金融学家（如卡尼曼和塞勒）的观点非常吻合。行为金融学家认为投资者往往过度自信，以为自己能够预测出盈利高增长的股票，因而会为"增长型"股票支付过高的价格。

11.3.7 低市盈率股票的表现优于高市盈率股票

从学理上来说，我颇为同情这种选股方法。我选择股票有一条基本的规矩：寻找增长前景很好的公司，而市场尚未发现这些公司，因此它们的市盈率相对较低。这种选股方法经常被称做 GARP，也就是以合理价格买入增长型股票（growth at a reasonable price）。我已反复告诫过投资者，当下风头正劲的高倍市盈率股票会有什么样的风险。尤其是因为盈利增长极难预测，所以持有低市盈率股票就会好得多；如果增长果真实现了，盈利和市盈率都可能会上升，从而给投资者带来双重益处。反之，买入高倍市盈率股票，若它们的盈利增长未能实现，投资者会受到双重打击，盈利和市盈率都会下降。

一些证据显示，市盈率相对较低的股票组合（以及每股现金流倍数、每股销售额倍数相对较低的股票组合）会产生高于平均水平的收益率，甚至在风险调整之后也是如此。这种投资策略由桑乔·巴苏（Sanjoy Basu）在 20 世纪 70 年代进行了检验，此后也得到了一些研究者的证实。例如，图 11-4 显示了 10 组股票的收益率情况，这 10 组股票根据市盈率水平划分为 10 个等级，其中每只股票都规模相当。组 1 股票的市盈率最低，组 2 比组 1 高，依此类推。从图中可看出，随着股票市盈率的提高，股票的收益率也随之下降。

不过，这种"市盈率效应"会随着时间的不同而发生变化——这种效应并非在每个投资时段都可靠。再说，即使平均而言这种效应确实会在一个长期的时段内持续存在，你永远也不能确定超额收益是源于风险增加了，还是源于市场出现了异常定价（market abnormalities）。已证实有异常收益存在的那些研究都使用 β 来测量风险；而 β 远不是一种完美的风险测量方法，所以你不能声称这种低市盈率模式就显示了市场无效。此外，低市盈率的存在，也常常有其存在的道理。濒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

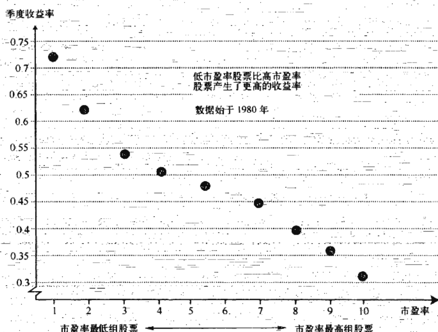


图 11-4 股票季度平均收益率与市盈率的对照

临某种财务危机边缘的公司，经常会以其财报盈利较低倍数的价格进行交易。在这种情形下，低市盈率所反映的，可能不是价值，而是投资者对公司能否存续怀有深深的担忧。

11.3.8 低市净率股票往往随后会产生更高收益率

还有一个关于收益的可预测模式说的是市净率（P/BV）即股票价格与账面价值（公司资产记录在账簿上的价值）的比率同股票后来的收益率之间存在着一定的关系。市净率低的股票往往会产生较高的未来收益率。法马和弗伦奇的研究显示，这种模式似乎在美国以及很多国外股票市场中都能站得住脚。

行为金融学家认为，如果你接受 β 作为一种恰当的风险测量手段，那么上述结果就会对市场的有效性提出质疑。但是，市净率可能反映了另一个参与市场定价的风险因素。陷入某种程度财务困境的公司，其交易价格相对于账面价值可能较低。例如，2009 年年初，像花旗集团和美国银行之类的大型货币中心银行，都以远远低于账面报告价值的股价交易，此时，这些公司看上去很可能要走向破产。法马和弗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伦奇认为三因素风险模型（包括市净率、公司规模和β三种风险测量法）应该可以作为恰当的基准，用以测量任何所谓的市场无效现象。

11.3.9 “价值” 真能持续战胜增长吗

我们也必须记住，那些已公开发表的可预测模式，甚至是数十年前发表的可预测模式，可能仍然是因时间的不同而不同，所以我们必须问一问，在用真金白银进行实际投资时，学术研究发现的这些收益模式是否真的能出现。图 11-5 显示了按“增长”或“价值”投资目标分类的共同基金实际获得的平均收益率。如果基金购买的是低市盈率和低市净率的股票，那么就划入“价值型”基金一类。我们从图中可以看到，在回溯到 20 世纪 30 年代的一段时间里，投资者从专门投资价值型股票的共同基金那里，似乎不可能获得较高的收益率。事实上，该图显示法马和弗伦奇研究的从 20 世纪 70 年代初开始的这段时间可能是一段难得的好时光，在此期间，价值型股票相当稳定地产生了较高的收益率。

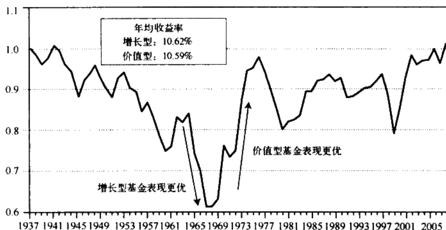


图 11-5 均值回归：“价值型”与“增长型”基金的业绩对照（1937 ~ 2008 年）

① 增长型——理柏增长型基金
② 价值型——理柏增长和收入型基金
③ 该图显示了一笔投资在所有“价值型”基金与在所有“增长型”基金中的市场价值比率。
资料来源：Lipper Analytic Services and Bogle Research Institute.

现在人们可以购买到根据法马—弗伦奇标准通过定量分析挑选股票的投资基金。基金管理公司 DFA（Dimensional Fund Advisors）会提供投资于最低市净率股票的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金（该公司也提供投资于小型公司股票——市值最低类公司股票的基金）。基金管理公司 RA（Research Affiliates）提供的基金所投资的股票组合，以盈利和账面价值之类“基本面”衡量因素来确定权重，而不是以股票市值来确定权重。这种选股方法产生的股票组合往往会对“价值型”股票和规模较小股票都给予过多的权重。想一想假设有 A 和 B 两家盈利相等的公司，但 A 公司以 25 倍于盈利的股价交易，而 B 以 12.5 倍于盈利的股价交易。如果按市值来确定权重，A 公司会得到两倍于 B 公司的权重。如果根据基本面因素确定权重，两家公司得到的权重会相同。由此可知“价值型”股票（低市盈率股票）和小市值股票的权重相对于其在一般指数基金所用的以市值确定权重的指数中的权重显得过大。在“价值型”股票和小市值股票表现相对很好的时期，DFA 公司的股票组合与按基本面因素确定权重的股票组合，其表现都优于按市值确定权重的指数基金。网络股泡沫爆裂之后，相对收益率尤其高。然而，在估值矩阵较不分散的时期，偏向于“价值型”股票和小市值股票的投资组合，并未产生更高的收益率。

11.4 为何险些命中目标的漫射仍未射中

另外一个“市场病态现象”经常被行为金融学家引做市场无效的确凿证据，说的是第 4 章仔细分析过的世纪之交网络股泡沫。的确，网络股以及与网络股相关的公司都被赋予了特别高的市场价值，这似乎与理性估值全然不符。对于看上去显然存在的“泡沫”，批评者认为这是对有效市场假说极为不利的证据。但即便在这一点上，我们也只是事后（网络股崩盘之后）才知道，当时存在着重大的估值偏差，而在事前（网络股正在上涨之时），毫无疑问并不存在理性投资者可以利用的明显的套利机会。

股票估值建立在对未来所做的不确定的预测之上。即使所有市场参与者根据所有预期未来现金流的现值理性地对普通股进行定价，也仍然可能发生股票价格明显过高的现象。通过事后认识，我们现在知道关于互联网（以及支撑互联网所需的相关电信设施）增长的奇谈怪论，是没有充分理由支持的；对新经济公司的增长率以及对其增长率的稳定性和持续时间所做的种种预测，也是无法长期保持的。但是，精于算计的专业投资者和从事定量分析的学者，当时都无法准确地计量这场泡沫的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规模及其最终崩溃的时间。

现在回想一下图 11-1。该图显示整体股票市场的初始股利收益率在预测未来股票收益率方面表现相当不错。20 世纪 90 年代初，股利收益率下跌，大大低于 3%，很多学者提醒说，股票价格太高，将来的股票收益率会很低或是负数。结果却是 20 世纪 90 年代产生了极其丰厚的股票收益。当时学者们认为股利分配行为可能已发生了变化。随着公司日益使用股票期权给管理人员提供报酬，回购公司股票以提升股价便替代了提高现金股利成为一种更受青睐的向股东提供现金的方式。持有股票期权的人，不能从现金股利中获得好处，只有在公司股价上涨的情况下才能得利。1996 年下半年，约翰·坎贝尔和罗伯特·希勒向时任美联储主席的艾伦·格林斯潘递交了一篇论文，认为通过考察市场市盈率（如图 11-2 所示）可以极好地预测股票的未来收益率。市场市盈率当时大约为 30 倍，这篇论文显示，市场估值很高，非常危险，将来的收益率可能为负值。这使得格林斯潘发表了那次著名的关于“非理性繁荣”的讲话，在讲话中他提出了一场危险的泡沫可能已膨胀开来的问题。股市在接下来的数年间火箭升空般不断高涨。

我们只是在事后回想起来才知道，1999 年年底和 2000 年年初出现了那场泡沫，泡沫主要局限于网络股票和新经济股票。关键点在于那场泡沫的规模只是在事后看来才非常清晰。而在事前，当互联网的使用量每隔数月便翻一番时，毫无疑问，泡沫并不是显而易见的。并且，泡沫也没有提供明显的可以获得无风险收益的套利机会。

即使在明显的误定价套利机会出现时，也没有任何办法加以利用。回忆一下早先举过的 3Com 公司的例子吧。3Com 公司在分拆了全资子公司 PalmPilot 5% 的股份之后，宣布打算以后还将分拆其余的 95% 股份。“非理性繁荣”把 PalmPilot 的股价推升到了极高的位置，以至如果你买入 3Com 公司股票，由于该公司仍然持有 95% 的 PalmPilot 的股票，那么你实际上等于以低于当前市价的价格买入了 Palm Pilot 股票。3Com 公司拥有的 PalmPilot95% 股份的市场价值，比 3Com 公司按当时市价计算的总市值还要多出 250 亿美元。这是一个显而易见的误定价情形，也是一个看起来有利可图的套利机会。但这一明显的套利交易（借入 PalmPilot 股票做空，同时买进 3Com 公司股票）却不可能进行，因为 PalmPilot 发行在外的股票不够多，无法借到 PalmPilot 股票。一旦 3Com 公司分拆更多的 PalmPilot 股票，这一“异常现象”也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消失了。此外，第4章描述的因股票名称或交易代码的混乱而产生的潜在利润，与因希望获取这些利润而必须支付的交易成本比较起来非常小。因此，在这些事例中，应该没有哪一个会动摇我们对股票市场长期有效所持有的信念。或许，在今天，更重要的异常现象倒是为什么会有如此之多的投资者购买费用高昂的主动管理型基金，而不去购买低成本的指数基金。

11.5 最后的赢家是……

现在，我们该看一看上面讨论的那些研究发现在实际操作中有什么样的表现。如果可预测模式果真存在，如果误定价情形频繁发生，那么显然专业投资经理应该能够对它们加以利用，据以战胜朴实无华的指数基金。让我们仔细考察一番专业人士管理的投资组合赢得了怎样的成绩。

专业投资者的业绩表现

在我看来，对市场有效性最令人信服的检验是直接检验专业基金经理的表现是否能够优于市场整体。毋庸置疑，倘若市场价格由非理性投资者决定，并与公司现值的理性估测值产生了系统性偏差，倘若很容易发现股票收益上的可预测模式，或很容易发现反常的股票价格，那么，专业基金经理就应该能打败市场。对于战胜市场，专业投资者都有很大的积极性，因此，直接检验他们的实际表现，应该可以获得关于市场是否有效的最有说服力的证据。

现在，已有为数众多的证据表明，专业投资经理战胜不了只是买入并持有涵盖广泛的股市组合的指数基金。本书第7章提到了很多这方面的研究成果。截至2009年12月31日，专门投资于大市值股票的主动管理型共同基金，其投资表现与标准普尔500大市值股票指数相比，平均每年落后约整整1个百分点。尽管这一指数可能并非每一年都会胜出，但数十年下来，已有2/3以上的专业管理基金败在了指数基金的手下。表11-1显示了在截至2010年1月的5年里，美国现有共同基金与各自恰当的业绩基准相比所具有的业绩表现。例如，专门投资于小规模公司股票的基金便与小市值股票指数放在一起进行对照。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-1 美国股票型基金输给业绩基准的幅度（截至 2010 年 1 月的 5 年时间内）

基金类型	基准指数	业绩逊色百分比（%）
投资国内股票的基金	标准普尔 500 指数	60.6
投资大市值股票的基金	标准普尔 500 指数	60.8
投资中等市值股票的基金	标准普尔中等市值 400 指数	77.2
投资小市值股票的基金	标准普尔小市值 600 指数	66.26
投资多种市值股票的基金	标准普尔小市值 1 500 指数	61.9
投资全球股票的基金	标准普尔全球 1 200 指数	60.0
投资国际股票的基金	标准普尔 700 指数	88.6
投资新兴市场股票的基金	标准普尔/IFCI 综合指数	90.0

资料来源：Standard & Poor's and CRSP Survivor Bias-Free U. S. Mutual Fund Data Base.

不可否认，总会有一些热门基金在某个时段战胜了市场。有些学术研究也声称共同基金的收益率是可以预测的。他们断言如果基金在某个时期表现得胜人一筹（低人一等），那么就可以预知这些基金在接下来一个时期，至少是在最近，还会表现更优（更差）。因此，投资者要是购买近期业绩出色的基金，便可以赢得更好的回报。这显然与有效市场假说有了抵触。

自然而然，我怀着极大的兴趣跟踪了这些研究。我深信很多研究都有缺陷，原因是这些研究受到了“存活者偏差”的影响，也就是说，这些研究只考虑了历经长期运作幸存下来的成功基金，而将那些中途倒下的不成功基金排除在了分析之外。研究中常用的共同基金收益率数据集显示的一般总是所有现存基金的以往记录。对于已不复存在的那些基金的过去记录，今天的投资者显然没有兴趣了解。这样一来，从多数可获得的数据集中计算收益率数字，就可能带有重大偏误。

通常而言，运作不成功的共同基金是活不下来的。并非只有你一个人不愿购买业绩不良的共同基金。拥有大量单只基金的综合型共同基金管理公司（mutual-fund complexes），若旗下有这样的基金，典型的做法就是将它并入一只更成功的基金，让它无痛而终，如此一来，这只绩差基金的业绩记录也就随之埋葬了。所以，往往只有更成功的基金才能存活下来，而对这些基金的收益率所做的测量，又往往会夸大共同基金管理的成功。此外，共同基金的高收益率看上去往往也可能持续较长时间。投资者遇到的难题是，在任何一个时期的开始阶段，他们都无法确定，究竟哪些基金将会获得成功，从而可以存活下去。

在共同基金管理公司的管理行为中，还有一个不太为人所知的情况也会让人得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出存活者偏差可能非常严重的结论。很多综合型共同基金管理公司会采用发起"孵化器"基金的做法。一家综合型基金管理公司可能会启动十只新的小型股票基金，让公司内不同的经理来操作，然后拭目以待看看哪些基金会运作成功。假设几年之后，只有三只基金获得的总收益率高于大型市场平均指数，那么基金公司便开始强力营销这三只基金，将另外七只基金废弃，从而也掩埋了这七只基金的业绩记录。因此，只有那些获得成功的基金从创始便有的全面记录，才会现身于发布共同基金收益率的常见出版物之中。

图 11-6 显示了 1972～2009 年这种偏差的程度。2010 年年初，存活下来的基金与包括未存活基金在内的所有基金相比，最终价值几乎高出了 1/3。就收益率而言，存活下来的基金的年均收益率，要比所有存在过的共同基金高出 2 个百分点。当你在财经媒体上读到描述共同基金表现如何如何之好的故事时，你所看到的很可能只是存活下来的基金的表现。而我们预先谁也不知道哪些基金会存活下去。

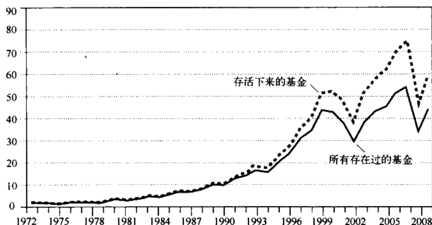


图 11-6 存活者偏差效应[①]

①投资于所有存在过的基金的最终价值与仅投资于存活下来的基金的最终价值之对照。

如果把向公众发售过的所有共同基金都考虑在内，那么 1973 年《漫步华尔街》初版里的最初论点便体现了异乎寻常的正确性。事实证明，自从这本书初版以来这么长的时段里，大约有 2/3 的共同基金表现都逊于市场整体。就专业的养老基金经理而言，结果也完全一样，哪怕是报酬很高的对冲基金经理也是如此。多数股票投资经理要是与有效市场假说共命运相始终，而不是试图战胜市场，他们本可以大大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改善自己的投资绩效。的确，如果标准普尔指数是一位运动员的话，我们恐怕要对其进行类固醇检测，看看这位运动员是否服用了兴奋剂。

通常情况下，由专家管理的基金都败给了风险相当的投资于大型指数的指数基金。而且，第 7 章已阐明，那些看上去在某个时期确实产生了超额收益的基金不太可能在接下来的一段时期还会再创佳绩。当我们考察所有基金而不是仅仅考察存活下来的基金时，我们就找不到可靠的业绩连续性了。回想一下，在 21 世纪初输得很惨的基金，正是 20 世纪 90 年代后期炙手可热的那些基金。从长期考察来看，主动管理型基金的表现甚至更惨。你拿一只手就能数得过来，显著地战胜市场的专业投资经理为数几何，这一点从图 11-7 中也可以看出来。而且，你完全可以肯定未能存活下来的基金表现会更差。总之，专业投资者的历史记录并未表明在股票市场中存在足够的可预测性，也未表明在股票市场中存在足可辨识的非理性情形，会产生可用以赚取超过市场平均水平收益的机会。

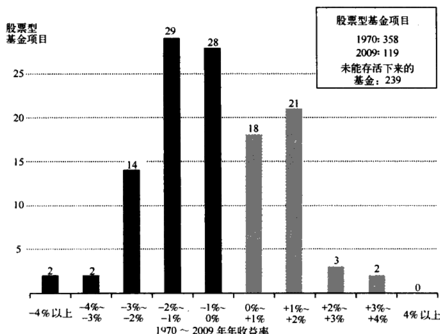


图 11-7 成功概率：存活下来的共同基金的收益率

资料来源：Lipper and Vanguard.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.6 小结

我已强调过，市场估值既建立在逻辑因素之上，也建立在心理因素之上。股票估值理论依赖对长期股利所做的预测，而股利增长率却是极难加以估计的，因此股票的基础价值绝不是一个确定的数值。基础价值是由一组可能值构成的模糊不清的值域，无论何时，只要不确定性或混乱性增加，股票价格就可能在这一值域内剧烈变动。而且，普通股的合理风险溢价也变动不居，不论对投资者还是金融学家，风险溢价都不是清晰易见的。因此，在估值过程中，市场参与者的期望、恐惧和流行偏好便有了发挥作用的空间。确实，在前面的章节中，我曾着力描述过市场的历史提供了非同寻常的实例，在这些实例中，心理因素似乎在定价过程中占据了支配性地位，比如说，在17世纪荷兰郁金香球茎热以及20和21世纪之交的网络股泡沫中就发生了这样的情形。所以，我有些怀疑，我们是否应该认为一系列当前的市场价格始终代表了合理折现值的最优估计值。

尽管如此，面对证明股票价格体现了高度有效性的证据，你难免会印象深刻。以往价格中所包含的信息或任何可公开获得的基本面信息都会迅速被市场消化吸收，体现在股价之中。对于所有重要信息，股价都能调整得如此充分，以至随机选择、消极管理的股票组合，其表现也会与专家选择的组合一样好，或者还要更好。如果说某种程度的误定价会存在，它也不会长时间存在下去。在股票市场中，"真实价值终会水落石出"。本杰明·格雷厄姆的这句话，可以理解为市场最终是称重机而不是投票机。再者，不管通常会存在什么样的误定价，误定价也只是事后才能为人所认识，这就像我们总是星期一上午才知道在上周末橄榄球比赛中四分卫本该如何正确组织球队的进攻。

在2006年和2007年，美国房地产市场出现了泡沫，这场泡沫对于市场无效性似乎提供了令人信服的证据。2008年，房地产市场出现大幅降价抛售，由独立屋和其他房产抵押贷款进行证券化的相关债券出现了价格崩溃之势，越来越多的人随之对有效市场假说提出了质疑。2009年，乔治·索罗斯（George Soros）在文章中写道："到2008年市场发生崩盘时，有效市场假说已声名狼藉，真正不为人们所相信了。"无数金融评论员指责有效市场假说，说它是这场金融危机的罪魁祸首，并且说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它已彻底失败，没有任何用处。例如，受人尊敬的市场策略师吉瑞米·格兰森（Jeremy Grantham）就发表意见说，有效市场假说“在一定程度上对这场金融危机负有直接责任”。法国兴业银行的全球策略师詹姆斯·蒙蒂尔（James Montier）在写给《金融时报》的文章中宣称，赞成市场有效的理论是“彻头彻尾的垃圾”，应该扔进“垃圾桶”。

然而，一场泡沫的存在并不能证明有效市场假说的主要教训——要持之以恒地战胜市场实际上没有可能是错误的。我们是在事后才知道已出现了泡沫，才知道以膨胀了的价格卖出的人可以获得相当丰厚的利润。但是，即使不是不可能，也极难事先知道一场泡沫正在膨胀之中，它又会在何时爆裂泄气。通过考察历史上的价格来辨别资产价格泡沫，简直是不可能为之的事情。而且，对任何资产合理价格的测量都存在着巨大的不确定性，这使得确定市场价格是否能为基本面所支撑极为困难。事实证明，有些蔚为壮观的价格大幅飙升，在事后看来有着非常坚实的支撑。

在有效市场假说的批评者中，没有一个人将事后看来显而易见的误定价与事前已清晰了然的误定价区分开来。我们现在知道，1999 年年底和 2000 年年初，网络股出现了疯狂的过度定价。我们现在知道，2006 年和 2007 年年初，美国房地产价格出现了疯狂的过度定价。我们现在知道，要是在 2000 年年初卖空网络股，2007 年抛售价格已涨得过高的房屋和商业地产，本可以有巨大的赚钱机会。但是，网络股和房地产的误定价在两个市场出现崩盘之前几乎都不那么显而易见。

批评者或许要说，高科技网络股市场泡沫随着它的不断膨胀，可以轻而易举地加以识别。罗伯特·希勒就在市场处于顶峰阶段的 2000 年年初出版了《非理性繁荣》一书。的确如此，但是，在 2000 年年初识别出了一场泡沫的相同模型，在 1992 年却也识别出了股票市场“过度定价”已极其严重，当时股利收益率低、市盈率高表明美国的股票长期收益率会接近于零。而事实上，1992～2004 年年底，股票市场的年均收益率竟在 11% 以上，大大超过了历史平均水平。1996 年 12 月，时任美联储主席格林斯潘发表关于市场出现“非理性繁荣”的讲话，此时同样是那些模型预测股票长期收益率为负值。自格林斯潘主席发表讲话之日起，一直到 2009 年 12 月底，即使其间承受了两次深幅下挫的熊市，股票市场每年还是带来了 7% 的收益率。我们只是在事后回想起来才知道 1999 年和 2000 年年初股票价格已经“太高”了。

的确，有很多观察家认识到 2006 年房地产价格泡沫正在膨胀之中。但在 21 世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪头十年里，这样的担忧早就有人表达过，大量的观察家，包括美联储前任和现任主席艾伦·格林斯潘和本·伯南克却都竭力否认泡沫存在。问题不在于价格到头来是否不正确——市场建立在预期之上，价格最终常常表现为“不正确”。问题在于出现这样的资产价格泡沫的情况是否能在事先可靠地识别出来。专业投资组合经理不能战胜市场，强有力地证明了即便是专业投资者也不能事先可靠地识别出泡沫。

在本章里，我们回顾了显示未来收益率多少还是可预测的证据，对此，有几点需要说明一下。第一，围绕着这些效应的长期可靠性，有相当多的疑问。很多效应可能是“数据窥探”的结果，也就是说出于探出某些相关关系的目的，而让计算机在股票过去价格的数据集中进行搜寻所得到的结果。因此，在这些已被发现的可预测模式中，有很多可能只是数据挖掘的产物——动用每一种可能想象得出的手段对数据集进行“严刑拷打”，直至数据集“坦白招供”。第二，即使存在可靠的可预测关系，投资者也可能无法对其加以利用。比如说，在试图充分利用“1 月效应”时，需要支付的交易成本非常大，从而使这种可预测模式在经济上失去了意义。第三，像“股利收益率效应”这种已发现的可预测模式，可能只是反映了以利率形式表现的总体经济波动，而像“小公司效应”可能只是反映了对风险的合理溢价。第四，如果某种模式果真是一种实际存在的异常现象，那么这种模式很可能会走向自我毁灭，因为追求利润最大化的投资者总会设法利用这种模式。其实，任何收益可预测模式，看上去越是有利可图，便越有可能长不了。

罗伯特·希勒与理查德·罗尔之间曾进行过一次交流，揭示了许多鲜为人知的情况。前者是一位有效市场假说的怀疑论者，后者既是一位学院派经济学家，也是一位管理着数十亿美元投资基金的商人。在希勒强调潮流时尚以及市场无效现象会在股票定价过程中发挥重要作用之后，罗尔做出了如下回应：

> 我亲自尝试过利用学者们瞎想出的每一种异常现象和预测性方法拿客户的资金和我自己的钱去投资……我尝试过利用所谓的年末异常现象，以及所有据称被学术研究证实了的各种各样的投资策略。靠这些据说是体现了市场无效的现象，我到现在还没挣到一分钱……我同意罗伯特的看法，投资者的心理会起很重要的作用。但我还是得继续回到我当初所持有的观点：一个真正的市场无效现象理应是一次可以利用的机会。如果没什么东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西能让投资者系统性地加以利用，一次又一次地加以利用，那么就很难说信息并未充分恰当地体现在股票价格之中……用真金白银去执行那些投资策略，并不会产生学术论文中所声称的应该会产生的结果。

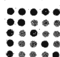
在我最近与一位投资组合经理进行的交流中，罗尔上段话里的最后一点对我来说再次得到了强调。这位经理以学者和金融从业人员所做的统计研究成果为基础，运用最时髦的数量分析方法管理他的投资组合。他曾利用一个为期 20 年的时段内的历史数据“回测”自己的投资技巧，他发现在那 20 年间，他的投资技巧每年获得的收益率都超过了标准普尔 500 股票指数 3 个百分点。但是，当他开始使用那些数量方法真枪实弹拿钱投资时，实际结果却迥然不同。在接下来的 20 年里，他勉勉强强与标准普尔指数的回报率打成了平手。这已是不同凡响的投资业绩了，也正是这样的表现使他在所有资金管理人中跻身于最优秀的 10% 之列。不过，这些结果清清楚楚地表明，当你实实在在地拿钱投资，在真实的投资世界中必然涉及交易成本时，纸上谈兵的技术未必能够奏效了。这位组合经理羞怯不安地对我说：“我从来没遇到哪一次回测我不喜欢的。”但千万不要忘记，学术上的回测与管理真金白银可不是一回事。

只要存在股票市场，投资者的集体判断就可能会出现错误。毫无疑问，有些市场参与者显然根本就不理性。结果，定价异常现象以及股票收益的可预测模式渐渐地就可能会出现，甚至会在短期内持续存在。但我猜想，最终的结果将不会是这一专业内很多人持有的信念——股票市场在利用信息方面表现出了充分有效性会遭到抛弃。

有效市场假说的背后存在一个基本观念：市场中若存在明显的可获得风险调整后超额收益的机会，人们便会一窝蜂地利用这样的机会，直到机会消失殆尽。这一观念像有效市场批评者提出的任何东西一样，合情合理，又合乎常识。要想系统性地打败市场仍然极其困难，有效市场假说仍然是研究和投资时可作为基础的极为有用的假说。如果说地上会有 100 美元面额的钞票，这样的钞票也不会待得很久。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四部分
Part 4

随机漫步者及其他投资者实务指南

WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members' Exchange Also Shrink.

gitation in political and oth es against short selling in th ities markets has directed th tion of brokers to effects whic ation against that practic have on th

that this practice "sh affects short selling wo the activities according to brok ers prefer a mar can buy or sell at

Blow to Tradin
Barring of short crease the problem change firms, whos been reduced during years by the decrease tivity and the decli prices. Since their comm with the prices of sec decline of more than 70 the average of stock resulted in a large red these revenues. In Septem more than

Government Regulation Would Breakdown in Efficiency, He D

TRADING PROVIDES CHE

Shorts "Smooth the Waves, Affect the Tides," He

SPECIAL TO THE NEW YOR

WASHINGTON, Feb. selling, is essential to tenance of stock exch stock exchanges are provide a market fo Richard Whitney, pres New York Stock Exch House judiciary subco day.

SHORT SELLING
A SUBJECT FOR D

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章
Chapter 12

随机漫步者健身手册

拿钱投资时，你想获得多少利益，应该取决于你想吃得好还是睡得香。

——J. 肯菲尔德·莫雷（J. Kenfield Morley）

《我的一些信念》（*Some Things I Believe*）

本书第四部分是为你在华尔街进行随机漫步而提供的实务指南。在本章，我将就投资问题提出总体建议，这些建议应该对所有投资者都有助益，即便是对不相信证券市场高度有效的一些投资者也会有帮助。在第 13 章，我将尝试着解释股票和债券收益率近期出现的波动，并且告诉你怎样才能估测出股票和债券的未来收益率。另外，我还会指出如何才能至少大致正确地测算出从不同投资计划中可能获得的长期收益率。在第 14 章，我将提供生命周期投资指南，阐明你所处的人生阶段对于确定最可能实现理财目标的投资组合会产生怎样的重要影响。

在第 15 章，我将设计出几种具体的投资策略，献给这样的股票投资者：他们至少在某种程度上相信有效市场假说，或者他们确信即便确实存在真正有效的投资技巧，他们也不太可能寻觅得到。不过，要是你明智的话，你只会在进行周密详细的准备之后，才迈开步子开始随机漫步。股票价格固然会随机变动，可你却不应当随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意行动。仔细思考一下本章随后将提出的总体建议，作为一套热身练习，这些建议会使你做出明智的理财决策，并提高税后投资收益。

12.1 练习1：收集漫步必需品

很多人认为要想过上舒适的退休生活，要想拥有收益丰厚的投资组合，你就得知道应该买入哪些不同凡响的个股和共同基金。遗憾得很，这样的想法实在没什么价值。生活的真相驱动你的资产增长的最重要因素是你会储蓄多少钱；而储蓄需要严格要求自己，约束自己。没有定期储蓄的计划，你投资的钱赚5%、10%，甚至是15%都不重要。要实现财务安全，你所能做的最为重要的事就是开始定期储蓄，而且要尽早着手储蓄。要过上舒适的退休生活，唯一可靠的办法就是慢慢地、稳稳当当地积累储蓄金。然而，很少有人会按照这一基本规则行事，一般美国家庭的储蓄都严重不足。

现在就开始储蓄极其重要。你推迟投资一年，要实现最终的退休目标，便增加一分难度。信任时间的力量，而不要相信你能安排好时间。一家银行的橱窗上的一句告示语说得好：一点一点地积累，在此你就会逐渐积累起一份强有力的储备，但只有开始行动了，你才会达到这一目标。

缓慢（但确定）致富的秘密在于复利会创造奇迹。阿尔伯特·爱因斯坦曾将复利描述为“有史以来最伟大的数学发现”。这听上去可能有点复杂，但简单地说，这意味着你不仅在原始本金的投资上会获得收益，你将累积的收益进行再投资也会让你获得收益。

杰瑞米·西格尔（Jeremy Siegel）撰写了一本极好的投资书，名叫《股市长线法宝》（*Stocks for the Long Run*）。他计算了从1800年一直到2010年各种金融资产的收益率，结果表明复利具有令人难以置信的力量。如果1802年谁将1美元投资在股票上，那么到2009年年底，这1美元差不多就会增值到1 100万美元。这一结果把根据消费者价格指数（CPI）衡量的通货膨胀率远远地抛在了身后。图12-1也显示美国短期国债和黄金所实现的收益率与股票比起来都微乎其微。

如果你想得到快速致富的投资策略，那这本书不适合你。提供一朝暴富的投资策略，我就留给那些招摇撞骗的江湖术士去做吧。要是相信他们，你只会快速致穷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要致富，你得慢慢来，而且现在就得行动起来。

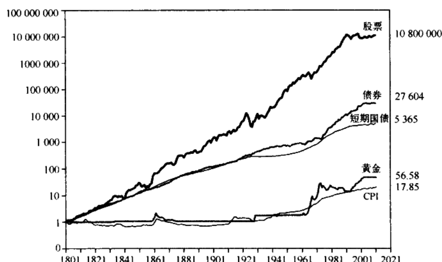


图 12-1 总收益率指数（单位：美元）

如果你更为年轻的时候没有进行储蓄，现在到了 50 多岁发现自己没有任何积蓄，没有任何退休金计划，信用卡债务倒是负担沉重，该如何是好呢？要是这样的话，为了有个舒适的退休生活，作起计划来就困难得多了。不过，无论何时作计划，都为时不晚。要想把损失的时间补回来，别无他法，现在就得改变生活方式，节衣缩食，开始严格执行储蓄计划。另外，除了继续工作，推迟几年退休，你可能也别无选择。所幸的是，有了税收优惠的退休金计划，追赶起来会更容易些，下文将会涉及这些退休金计划。

因此，让时间来支持你吧。早早地开始储蓄，定期储蓄。生活开支不要太大，过得去就行，已经存放在一边的钱不要碰。如果你的自制力不够，那就记住：唯一比死去更糟糕的事就是你活得比为养老而储蓄的钱存在的时间更长。如果平均预期寿命可以相信的话，在今天，婴儿潮时期出生的人[⊖]大约有 100 万人将至少能活到 100 岁。

⊖ 第二次世界大战之后，1946～1964 年，美国新生人口急剧增长，这一时期称为婴儿潮时期。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.2 练习 2：不要在急需用钱时发现囊中空空：用现金储备和保险来保护自己

记住一条墨菲定律：凡事可能出岔子，就必定会出岔子。另外也别忘了奥图尔（O' Toole）对这条定律所做的注解：墨菲是一个乐观主义者。不好的事情的确会发生在好人身上。生活是一个有风险的命题，在每个人一生中都会出现意想不到的需要花钱的事。正当你的家庭必须花费巨额医疗费用时，家里的锅炉往往会在此时炸得粉碎。就在你儿子把家里的那辆车撞碎了之后，你碰巧又失业了。所以，为了应付生活中出现的灾难性事件，每个家庭都需要有现金储备，也需要有足够的保险。

12.2.1 现金储备

我知道许多经纪人会告诉你不要抱着现金不放，这样会错失投资机会。在有经纪人的地方，“现金就是废物”总是他们挂在嘴上的曼特罗。但是，每个人都需要在安全性和流动性好的投资上保持一些储备，以便支付不期而至的医疗账单，或是在失业时期得到一些经济上的缓冲。假设你的雇主给你投了医疗和残疾保险，那么可以建立一笔能够支付三个月生活费用的储备金。此外，未来任何一笔大额支出（例如你女儿读大学的学费）都应该用短期投资（例如银行定期存单）来提供资金保障，这些短期投资的到期日需要与使用资金的日期相匹配。

12.2.2 保险

大多数人都需要保险。负有家庭责任和义务的人要是不买保险，那就太粗心大意、太“玩忽职守”了。我们每次坐进自己的汽车，或每次穿过一条车水马龙的大街时，都冒着死亡的危险。一次飓风袭击或一场火灾可能会毁掉我们的家，毁掉我们的财产。人们都需要自我保护，以应对不可预知的事情。

就个人而言，房屋保险和汽车保险必不可少。一般情况下由雇主投保的健康和残疾险也是不可或缺的。人寿保险可以保护家庭免受一个或数个赚钱养家的人死亡而带来的影响，当然也是必须要买的。如果你是单身，没有被抚养人，人寿保险就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不必买了。但如果你有家庭，有几个年幼的指望你的收入抚养的孩子，你确实需要购买人寿保险，而且需要多买。

有两大类人寿保险产品可供人们选择：一类是高保费保单，这类保单将保险和投资账户结合在一起；另一类是低保费的定期保险，这类保险只提供死亡理赔，不积累现金价值。

高保费保单的确具有一些优点，而且常常被人吹捧，说其具有节省税收的好处。进入储蓄计划中的那部分保费所获收益是累计免税的，这对那些已最大限度利用延期缴税退休储蓄计划的个人来说，可能是非常有利的。另外，对那些不愿定期储蓄的个人来说，他们可能会发现定期缴付保费会形成必要的纪律约束，好让他们确保若自己死亡，家人可以得到某一数额的补偿，同时，他们还会发现，因这类保单具有投资功能，所以他们可以积累现金价值。但是，这种类型的保单还是对销售保单、收取高额销售费用的保险代理人最为有利。早期保费的主要用途是支付销售佣金和其他一般管理费用，而不是积累现金价值。因此，你付出的钱并未全部发挥作用。所以，对多数人而言，我更支持他们采用“自助”的方法：购买定期保险以获得保障；高保费保单与定期保险之间的保费差额，可投资于一个延期缴税的退休金计划。下面的建议会提供一种投资计划，这种投资计划比“终身寿险”（whole life）保单或“可变寿险”保单（variable life）[⊖]优越得多。

我的建议是购买可续保的定期保险，你可以不断续保而无须接受体检。所谓的递减型定期保险是指续保时保费逐级减少的定期保险，它应该是最适合多数家庭的保险产品，因为随着时间的流逝（孩子逐渐长大，家庭财力也日益增强），人们对保险保障的需要通常会逐渐减少。可是你应该明白，当你年届 60 岁、70 岁或更大岁数时，定期保险的保费会大幅递增。如果到这个岁数仍然需要保险，你会发现定期保险的保费已经高得令你望而却步了。不过届时，主要风险不是你过早去世，而是你活得太长，超过了你的资产所能供养你的时间。通过购买定期保险，并把你自己储蓄的钱用来投资，你将会更加有效地增加能供养你的资产。

要货比三家，寻找对你最为有利的保险费率。不同保险公司的费率有着相当大

⊖ 可变寿险保单约定：投保人死亡时，受益人可获得某一最低限额的赔付，另外还将获得一笔由单独投资账户所持证券的市场价值确定的给付金额。与终身寿险一样属于高保费保险。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的差别。要利用电话报价服务或者互联网确保找到最划算的费率。比如说，你可以上 www.term4sale.com 网站去看看，输入你的邮政编码之后，就能看到很多不同价格的备选保单。你不必使用一位保险代理人，从保险代理人处购买的保单价格会贵得多，因为保险公司需要收取额外的保费，以支付保险代理人的销售佣金。通过“自助”，你可以达成一笔好得多的购买保险的交易。

不要购买在 A. M. Best[⊖]评级体系中低于 A 级的保险公司的保险产品。评级低于 A 级的保险公司收取的保费较低，但较低的保费并不足以补偿你所承担的风险，因为你投保的公司可能陷入财务困境，从而无力赔付保险金。别拿你的生活当赌注，押在财务实力不佳的保险公司身上。

致电 908－439－2200，你就可以得到 A. M. Best 公司给保险公司所做的评级。保险公司为了获得评级，会向 A. M. Best 公司支付评级费用。维思研究公司（Weiss Research）提供的评级多少更客观、更严格些，这家公司是由消费者赞助的，你可致电 877－925－4833，获得该公司对保险公司所做的评级。

12.2.3 递延可变年金

我恐怕不会购买可变年金产品，尤其是不会购买保险推销员提供的这种产品，因为成本特别高。递延可变年金（deferred variable annuitiy）本质上是一种具有保险功能的投资产品（典型的可变年金是一种共同基金）。就保险功能而言，这种合同约定，如果你死亡，并且你所投资资金的价值已降到你当初投入的金额以下，保险公司将全额退回你的投资。这种保单非常贵，因为你总是要为保险功能支付保费和很高的销售佣金。除非你投资的共同基金在股市下跌期间价值急剧下滑，并且你在购买可变年金之后不久便撒手人寰，否则，这种保险的价值很可能非常小。要实现财务安全，请记住高于一切的规矩是：保持简单。避免购买任何综合性的金融产品，也要避开那些极力想把这类产品推销给你的如饥似渴的代理人。即使你要考虑购买可变年金，唯一的购买理由也只能是你超级富有，并且已充分利用了其他所有延期缴税的储蓄计划。纵然你有这样的理由，也应该直接从成本低廉的公司购买可变年金，比如先锋集团。

⊖ A. M. Best 公司是全球最具权威、历史最悠久的保险评级机构。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.3 练习 3：保持竞争力：让现金储备收益率跟上通胀步伐

我已经指出过，为了应付即将支付的费用，比如大学学费、可能突发的意外事件，甚至是为了心理安慰，持有一些随时可变现的资产是非常必要的。这样一来，你便有了两难选择。你知道，如果把钱存放在储蓄银行，一年获得的利息比如说是2%，而通货膨胀率超过了2%，那么你的实际购买力就会遭到侵蚀。事实上，情况甚至会更糟，因为你得到的利息还需缴纳一般收入税。因此，小额储蓄者该何去何从呢？有几种短期投资工具的收益率，很可能可以保护你免受通货膨胀的冲击。

12.3.1 货币市场共同基金（或称货币基金）

货币市场共同基金（money-market mutual fund）是满足投资者“停泊”现金储备需求的最佳投资工具。货币基金具有安全性和相对丰厚的收益率，还可针对资金余额签发支票，通常支票金额至少为 250 美元，并且在支票清算之前一直有利息收益。在 21 世纪头十年，这类基金的利率一般在 1%～5%。不过，2010 年，利率非常低，货币基金的收益率接近于零。并非所有货币基金都“生而平等”，有些基金的费率（运营和管理这些基金所需成本）比其他基金高出很多。一般情况下，对你来说，费率更低就意味着收益率更高。在本书结尾部分，我提供了随机漫步者通讯录和参考指南，在其中列出了一些费用相对较低的货币市场共同基金。

12.3.2 银行定期存单

为任何已知的未来开支而储备的现金都应该投资于安全的金融工具，这类工具的到期日应该与资金未来需要使用的日期相匹配。比如说，假定你已留下一笔钱，为你的孩子支付学费账单，这些学费需在将来一年、两年和三年的年底支付出去。在这种情况下，一个恰当的投资计划，可能就是购买三份银行定期存单（bank certificates of deposits），期限分别为一年、两年和三年。银行定期存单甚至比货币市场共同基金还要安全，通常会提供较高的收益率，并且对那些至少可以将流动资金锁定 6 个月的投资者来说，也是一种极好的投资工具。大量广告说这种存单是由政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投保的，每个存单购买者的保险金额达 10 万美元，但这一总金额并不包括利息收益使总金额超过 10 万美元的部分。从安全性角度讲，为了做到万无一失，不要在从任何一家银行购买超过 9 万美元的定期存单。

银行定期存单确实也有些不足之处。它不便轻易地转换成现金，一般情况下，如果要提前取款，还会遭到征收罚金。再者，银行定期存单的利息收益需要缴纳州和地方收入税。下面将讨论的短期国债（美国政府短期借贷票据）是免交州和地方收入税的。

银行定期存单的利率差异很大。你要使用互联网去找最有吸引力的利率，直接登录 www.bankrate.com 网站，就可以搜寻到全国各地最高的利率。该网站列出的所有银行和信用社的存款，都由联邦存款保险公司（FDIC）提供保险。列出的每家机构都注明了地址和电话号码，你可打电话确认存款是否投保，并且可获知目前提供的收益率是多少。

12.3.3 网上银行

喜欢互联网广阔世界的投资者可能会希望利用在线金融机构，这类机构既没有分支行，也没有出纳员，并且所有业务都是通过电子交易进行，从而得以降低了运营费用。多亏这类机构的一般管理费用很低，它们提供的利率才能显著地高于典型的储蓄账户和货币市场共同基金。另外，与货币市场基金不同，那些作为联邦存款保险公司会员的网上银行，都能保证你存放的资金安全无忧。若想找到一家网上银行，上谷歌搜索引擎，键入“网上银行”几个字就行了。你在 www.bankrate.com 网站上，为寻找收益率最高的银行而进行利率搜寻时，会看到很多网上银行的名称突然弹出来。网上银行贴出的银行定期存单利率通常是市场上最高的。

12.3.4 短期国债

短期国债（treasury bills）的通俗叫法是 T-bills，它是大家能找到的最安全的金融工具，被普遍视为现金等价物。短期国债由美国政府发行并以政府信用提供担保，拍卖发行时期限有 4 周、3 个月、6 个月和 1 年。短期国债出售时，面额最低为 1 000 美元，并以 1 000 美元为增加级距。与货币市场基金和银行定期存单比较起来，短期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国债有一个很大优势：利息收入免交州税和地方税。另外，短期国债的收益率常常比货币市场基金更高。想了解直接购买短期国债的信息，可登录美国财政部直通网（www.treasurydirect.gov）。

12.3.5 免税货币市场基金

如果你发现自己很幸运，处于联邦收入税最高等级，那么你会发现免税货币市场基金（tax-exempt money-market funds）是你投资现金储备的最佳工具。这类基金投资于州和地方政府实体发行的期限短的证券，产生的收益豁免联邦税；如果这类基金的投资只限于州实体发行的证券，收益还可以免交州税。免税货币市场基金也提供免费签发金额在 250 美元以上的支票。这类基金的收益比应税基金要低，不过，处于最高税收等级的个人会发现，从这类基金获得的收益比一般货币市场基金提供的税后收益更有吸引力。多数综合性共同基金公司也会提供精选的免交州税的货币市场基金。如果你所居住州的州收入税很高，那么这类基金的税后收益是非常有吸引力的。你应该拨打随机漫步者通讯录上所列共同基金公司的电话，你会查到这些公司是否有货币基金只投资于你纳税的州所发行的证券。

12.4 练习 4：学会避税

互联网上有个广泛流传的笑话：

> 有一对情侣年龄都是 78 岁，他们来到一家性问题诊所。医生问：“我能为你们提供什么服务？”男性来者说：“你愿意观看我们交合吗？”医生感到迷惑不解，但还是同意了。这对情人完事之后，医生说：“你们俩交合没什么毛病。”然后收取了 50 美元的诊疗费。这对情人又与医生做了预约，在此后的几周内每周都来诊所一次。他们总是来做那事，付钱给医生，然后就走了。最后，医生问道：“你们究竟想查什么毛病？”那个老年男士说：“我们并没想查什么问题。她是罗敷有夫，我们可不能去她的府上。我呢，使君有妇，自然也不能去我家里。假日酒店收费 93 美元，希尔顿酒店收费 108 美元。我们在这儿做事只花 50 美元，我还可以从医疗保险那儿拿回 43 美元。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我讲这个故事，并非想暗示你要去欺骗政府。但我的确想建议你要好好利用每个机会使自己的储蓄得到税收抵扣，让自己的储蓄和投资能在免税的情况下不断增长。就多数人而言，如果投资是为了获得退休保障，那就没有任何理由为这些投资的收益支付税款。除了那些超级富有的人之外，几乎所有的投资者都可以通过一些方法积聚起一笔可观的净值，这些方法可确保山姆大叔[⊖]无法从你这儿"虹吸"走任何资金。下面的内容将告诉你如何合法避税。

12.4.1 个人退休金账户

我们先说说形式最为简单的一种退休金计划，这就是传统的个人退休金账户（Individual Retirement Account，IRA）。在2010年，你可以每年拿出5 000美元投资于某种金融工具，比如说共同基金，并且对于那些中等收入人群来说，这5 000美元都可以从税收中抵扣（收入相对较高的个人不能获得最初的税收抵扣，但他们仍然能获得下面描述的所有其他税收优惠）。如果你处在28%的税收等级，这笔进入个人退休金计划的款项实际上只花去了你3 600美元，因为税收抵扣为你节省了1 400美元的税款，你可以将这视为政府给你的储蓄账户做了补贴。现在，假设你的投资每年获得8%的收益率，并且你每年都在这一账户中放入5 000美元，一直坚持45年。存放在个人退休金账户中的资金，其所获得的收益是不课征任何税款的。通过个人退休金账户储蓄的投资者，将会获得200多万美元的最终价值，而同样数额的投资资金，如果没有个人退休金账户的税收优惠（所有投资收益每年都以28%的税率课税），总共只能获得100万美元多一点。即使你从个人退休金账户中提款之后，为此支付了28%的税款（退休后，你可能会处于更低的税收等级），你最终也能得到150余万美元。图12-2显示通过税收优惠计划进行投资会拥有巨大的优势。

随着时间的推移，个人退休金账户也可以安排得更好。存入该账户的延期纳税资金限额，现在会根据通货膨胀指数予以调整。而且，对于生活早期忽视储蓄而现在又必须赶上的个人，如表12-1所示，这一限额还会更高。

⊖ 山姆大叔是美国政府或美国人的绰号，此处指前者。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

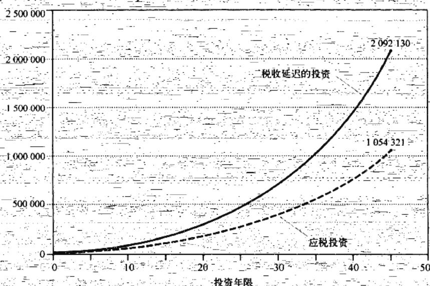


图 12-2　每年 5 000 美元通过税收延迟的 IRA 账户进行投资与应税投资之间优劣对比（单位：美元）

注：本图比较了两个假想账户的投资终值，一个是税收延迟型投资账户，另一个是应税型投资账户。在两个账户中，投资者在 45 年间每年投入 5 000 美元，支付费用之后每年收益率为 8%。

资料来源：Adapted from John J. Brennan, *Straight Talk on Investing*.

表 12-1　个人退休金账户每年延期纳税的储蓄上限　（单位：美元）

纳税年度	年龄 50 岁以下	年龄 50 岁以上（含 50 岁）
2010 年	5 000	6 000
2010 年以后	根据通货膨胀指数进行调整	

12.4.2　罗斯个人退休金账户

投资者也可以选择另一种形式的个人退休金账户，这种账户称为罗斯个人退休金账户（Roth IRA）。传统的个人退休金账户以即刻抵扣税收的形式（只要你的收入够低，使你有资格获得税额扣减）为你提供“今天的果酱”。一旦你建立了这样的账户，放进去的资金及其收益，只有在退休提领时才征收税款。而罗斯个人退休金账户提供的是“明天的果酱”——你不会一开始就获得税额扣减，但从这种账户里提出的款项（包括投资收益）是完全免税的。此外，你可以向罗斯个人退休金账户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

滚存资金，也就是说，你可以把传统的个人退休金账户转换成罗斯个人退休金账户。你需要为所有滚存过来的资金缴纳所得税，但在此之后，未来的投资收益和退休时提出的款项都不再缴税。而且，对罗斯个人退休金账户来说，没有终身最低提款额度要求[㊀]，并且75岁之后还可以继续往账户里存钱。因此，大量的资金可以免交税款，可以积累下来为后代谋福利[㊁]。

确定哪种个人退休金账户最适合你，以及是否需要转换，可能是非常棘手的问题。幸好，金融服务业可以提供软件，让你分析转换账户对你是否有意义。许多共同基金公司和经纪公司都有专门的罗斯个人退休金账户分析软件，使用起来相当容易。如果你接近退休，并且退休后你的税收等级可能更低，那么你可能就不应该转换，尤其是这种转换把你推到更高税收等级的情况下，更不应该转换。从另一方面来说，如果你离退休还早得很，并且现在的税收等级较低，那么持有罗斯个人退休金账户，将来很可能会给你带来好结果。如果你的收入太高，不容许你在传统的个人退休金账户上获得税额抵扣，但同时又够低，使你有资格建立罗斯个人退休金账户，那么毫无疑问，罗斯个人退休金账户非常适合你，因为你放进该账户中的资金无论如何都已经交过税了。

12.4.3 养老金计划

雇主会提供各种养老金计划。另外，自雇人士可以为自己建立养老金计划。

401（k）和403（b）养老金计划

核实一下你的雇主是否拥有401（k）之类的利润分享型养老金计划，大部分公司雇主都拥有这种计划；对于从事教育的人士，查一查雇用你的教育机构是否拥有403（b）这样的养老金计划，多数教育机构都会提供这种计划。这些计划是绝佳的储蓄和投资工具，因为从你的工资中拿出的钱，你连看也没看到就放进了这种计划之中。而且，很多雇主会按雇员存入资金的某一比例给雇员支付养老金，这样一来，你储蓄的每一块钱的价值都大大增加了。从2010年起，每年从工资中可拿出多达

㊀ 而传统的个人退休金计划则有终身最低提款额度要求：个人年届75.5岁之后，必须按照一定比例每年从该账户中提出资金，提款时需纳税。——译者注

㊁ 2010年，任何人，不论收入多少，都允许将传统的个人退休金账户转换成罗斯个人退休金账户。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

16 500 美元的钱放进这种计划，这笔金额不视为应税收入。对于年过 50 的人来说（其中有些人可能需要多加储蓄），从 2010 年开始，可从工资中每年拿出 21 500 美元放进养老金计划。

自雇养老金计划

就自雇人士而言，国会已为他们立法创造了基欧计划（Keogh plan）。所有自我雇用的个人——从会计师到雅芳女士推销员、从理发师到房地产经纪人、从医生到油漆匠都允许建立这样的养老金计划，他们每年可以拿出多达 25% 的收入放进计划之中，每年放入资金上限为 49 000 美元。如果你在正式工作之外还有兼职，你可以为兼职工作所获收入建立一份基欧计划。放进基欧计划中的钱从应税收入中扣除，并且这些钱所获收益也只有在提领时才缴纳税款。这一计划是自我导向型的，也就是说，如何投资全由你自己选择。我列示在随机漫步者通讯录中的共同基金公司，随便哪一家都能够为你做好所有必要的案头工作。

目前，无数纳税人正在白白错过这个身边真正好的储蓄机会。我建议你通过这些避税措施尽可能多地储蓄。除了必须花费的生活费用，你要把所有的储蓄都物尽其用，这样你就可以最大限度地利用养老金计划允许的限额投入资金。

12.4.4 为大学教育而储蓄：简单易行的 529 计划

529 大学储蓄账户允许父母和（外）祖父母将这种账户作为礼物赠送给孩子，以便日后用来支付大学教育费用。“529”是因税法中有关设立这种账户的条款而得名。放进这种账户的资金可以投资于股票和债券，只要从账户中提出的款项用于合乎要求的高等教育支出，账户中的投资收益都将免征联邦税。此外，从 2010 年起，529 计划允许单个捐赠人放进账户的金额多达 65 000 美元，而且免交赠与税，遗产税的抵扣金额也不减少。对于父母或祖父母夫妇来说，可赠送的金额就翻倍到 130 000 美元。如果你有子女或孙辈今后计划要上大学，并且你拿得出钱来放进 529 计划，那么想也不用想，就该决定建立这种计划。

那么，是否有什么隐患要避开呢？当然有。竭力向你推销这些计划的销售员多数都会拿到很高的佣金，而这些佣金会侵蚀投资收益。因此，如果你是个有见识的消费者，你会联系先锋集团这样的公司，从他们那里寻找无手续费而管理费用又低的 529 计划。尽管能避税总是一件美事，但建立费用高昂的 529 计划，到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头来可能还是让你吃亏上当。另外，也要注意，529 计划是由各个州批准设立的，有些州允许你获得税收抵扣，放进该计划的资金至少有一部分资金所获得的收益可以抵扣州收入税。因此，如果你住在纽约州（该州允许每人享有 5 000 美元的税收抵扣额度），那你会想有个纽约州的 529 计划。如果居住的州不允许抵扣州收入税，那就选择一个费用低的州建立这种计划，比如犹他州。再者，如果你不把 529 计划中的资金用于符合要求的教育费用支出（包括职业生涯中期的再培训，以及退休后的教育），那么资金提出时，不仅要缴纳收入税，还得支付 10% 的罚金。

要记在心上，各大学在确定学生是否需要财务资助时，可能会考虑到 529 计划中的资金。因此，如果你认为你的孩子上大学时你们有资格申请财务资助，那么父母把资金保留在自己的名下，自己的财务境况可能会更好，或者把资金保留在祖父母的名下，那可能就更好了。当然，如果你反正也达不到申请财务资助的要求，那就千方百计地建立一个费用低的 529 计划[⊖]。

12.5 练习 5：确保漫步鞋合脚：认清自己的投资目标

确定清晰的投资目标是整个投资过程中不可或缺的一部分，但有太多的人跳过了这一步骤，结果招致灾难性损失。从一开始，你就必须确定你愿意承受何种程度的风险，哪些种类的投资工具最适合你的税收等级。证券市场好比一个大餐馆，里面有各种菜肴，适合不同的口味和需要。就像没有任何一种食品能成为所有人的最爱，同样也没有任何一种投资工具对所有投资者都是最好的。

我们谁都想在一夜之间让自己的资本翻番，但又有多少人看到自己一半的资本以同样的速度烟消云散，还能受得了呢？以前，J. P. 摩根的一位朋友为自己持有的股票忧心忡忡，以致夜不能寐。这位朋友问摩根："我该怎样对待手中的股票呢？"摩根回答他说："卖掉一些，直到你能入睡为止。"摩根可不是在开玩笑。每个投资者都必须在自己吃得好与睡得香之间找到自己愿意接受的平衡点。如何确定这种平

⊖ 在 www. savingforcollege. com 网站上可以查到关于 529 计划以及其他诸如 Coverdell 教育储蓄账户之类有税收优惠的储蓄工具的全面信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衡点，全由你自己掌握。要想实现高投资回报，只能以承担高风险为代价，这是本书想表达的基本观点之一。那么，你的睡眠状况如何呢？找到这个问题的答案，是你必须采取的最重要的投资步骤之一。

为了帮助你提高投资方面的思想意识，我为你准备了表 12-2，这是根据 21 世纪初的投资风险和预期收益率而制定的睡眠状况测量表。在该表的上端是几种机械枯燥的短期投资工具，如银行存款和货币市场基金。如果你的睡眠点在此处，那么你会对练习 3 提供的有关这几类投资工具的信息感兴趣。

按照不同投资工具的安全性来考量，接下来最安全的就是防通胀国债（treasury inflation-protection securities，TIPS）。这类债券承诺的利率虽低但有保证，利率每年随着消费者价格指数的上升而增加。因为这类债券是长期债券，所以其市场价格会随实际利率（债券的约定利率减去通货膨胀率）的变动而波动。但是，如果持有到期，维持实际购买力是可以保证的。在练习 7 中，我将讨论加入一小部分这类债券到你的投资组合中会有什么样的好处。

公司债券的风险比防通胀国债多少要高一些，所以，如果你选择这种形式的投资，一些不好的梦会侵入你的睡眠。如果你在到期前卖出公司债券，那么你获得的收益率将取决于卖出时的市场利率水平。若市场利率上升，你持有的公司债券的市场价格将会下跌，直到其收益率与约定利率更高的新发债券具有同等的竞争力。因此，你的资本损失可能很大，足以吃掉一整年的利息，甚至更大。从另一个角度看，若市场利率下降，你所持公司债券的市场价格就会上涨。如果你在到期之前出售公司债券，你实际获得的年收益率可能会有相当大的波动；这也正是公司债券比短期投资工具更具风险的原因所在，而短期投资工具的本金几乎没有任何波动风险。一般说来，债券的到期日越长，风险也就越大，因而收益率也随之越高[⊖]。在练习 7 中，你会发现一些如何购买债券的有用信息。

⊖ 情况也并非总是如此。例如，在有些时期，短期证券的收益率实际上高于长期债券。这里的问题在于投资者不能指望以这样高的收益率持续不断地将自己的短期资金进行再投资，并且后来短期收益率也大幅下跌了。因此，投资者可以合理地预期，连续投资短期证券将不会产生与投资长期债券一样高的收益率。换句话说，即使短期收益率会暂时高于长期收益率，冒着持有长期债券的风险，还是有回报的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-2 主要投资工具的睡眠状况量表

睡眠状况	资产类别	2010 年税前预期收益率（%）	实现预期收益率的必须投资期限	风险水平
半昏睡状态	银行存款账户	0~1	没有具体的投资期限要求；很多储蓄机构的利息计算从存款日开始至提款日	没有损失本金的风险；10万美元以内的存款由联邦政府机构提供担保；不过，如发生高通胀，几乎可以肯定会有损失
晚上睡眠深沉	货币市场基金	0~2	没有具体的投资期限要求；多数货币市场基金提供签发支票的权利	风险很小，因为多数货币市场基金投资于政府债券以及银行存单；通常没有担保；利率随预期通胀率浮动
	6个月期银行定期存单	1~3	为了获得较高利率，资金必须保留在存款账户中整整6个月	提前取款会遭到罚款；利率根据预期通胀率调整，会随时间变动
	防通胀国债	2+	属于长期债券，期限为5年以上	如果到期日之前出售，价格可能会变动
偶尔做一两次梦，有些梦可能令人不快	高品质公司债券（最好的公用事业类公司发行的债券）	5~6.5	为确保获得约定利率，投资必须持有到期（期限为20~30年）；（债券也需要提防提前赎回）任何时候都可以卖出债券，但市场价格会随利率水平变动	如果持有到期，风险很小；如果到期日之前出售，预期可能实现的收益率波动幅度在中等与很高之间；发行利率根据预期长期通胀率调整；"垃圾债券"有希望产生更高的收益率，但风险大得多
睡前会有几度辗转反侧，睡醒前会做些栩栩如生的梦	由美国或其他发达国家的蓝筹普通股构成的投资组合	7~8.5	没有具体的投资期限要求，任何时候都可以卖出股票；实现平均预期收益率的假设前提是投资期限得相当长，且平均预期收益率只能视为根据当前的经济形势所做的一个粗略指引	风险在中等与很大之间；任何一年，实际收益率可能为负值；事实表明，多样化投资组合有时会损失25%以上的价值；与某些观点相反，从长期来看，是很好的对付通胀的防范手段
	房地产	与普通股大致相同	如果通过房地产投资信托（REITs）来购买，则总体而言，与普通股大致相同	与普通股相同，但房地产投资信托对投资组合的多样化很有益处，同时是很好的对付通胀的防范手段
噩梦并非不常有，但长期看来可以休息得很好	由规模较小的增长型公司股票构成的风险相对较大的多样化投资组合	8~9	没有具体的投资期限要求，任何时候可以卖出股票；实现平均预期收益率的假设前提是投资期限得相当长，并且平均预期收益率只能视为根据当前的经济形势所做的一个粗略指引	风险很大；任何一年，实际收益率可能为负值；事实表明，由风险很大的股票构成的多样化投资组合有时会损失50%以上的价值；是很好的对付通胀的防范手段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

睡眠状况	资产类别	2010 年税前预期收益率（%）	实现预期收益率的必须投资期限	风险水平
会做些栩栩如生的梦，偶尔会做噩梦	由新兴市场股票构成的多样化投资组合	8～11	至少计划持有 10 年；预测的收益率无法精确量化	一年的升幅或跌幅达 50%～75% 并非不常见，但具有多样化的益处
阵发性失眠	黄金	无法预测	只要能找到更傻的傻瓜，在任何一波投机性热潮中都可能获得很高的收益率	风险很大；一般认为是对付“世界末日”和防范恶性通胀的手段；不过，在平衡多样化投资组合时可能会发挥有益的作用

谁也不能确定无疑地说普通股会带来多大的收益率。但正如奥斯卡·摩根斯坦所言，股票市场像一个大赌场，只是玩家操纵获胜的机会居多。尽管股票价格有时确实会直线下跌，如刚进入 21 世纪时以及 2007 年，就曾出现过灾难性下跌，但在整个 20 世纪，股票的总体收益率每年大约为 9%，这包括股利收益和资本利得带来的收益。我相信，由国内普通股组成的股票组合将会有 7%～8% 的收益率，这相当接近于 20 世纪年均收益率水平。其他发达国家证券市场上大型公司的股票，很可能也会带来与之相当的收益率。但未来的实际年收益率，可能或者说很可能与这一目标产生很大的偏离——在股市萧条的年份，你的损失可能会多达 25% 以上。在年景萧索的时候，你能忍受一个个无眠之夜吗？

那么，在四声道立体声中编织色彩缤纷的梦又如何呢？你可能想选择一个由风险大些的股票（股价波动性更大的股票）组成的投资组合，就像投资规模较小公司的激进型共同基金所持有的股票组合一样。这些股票都是较新技术领域里较年轻的公司发行的，有希望获得较高的增长率。这类股票的表现很可能波动性更大，在市场不好时，一年就能轻易地丧失一半的市值。但在 21 世纪，你持有这些股票的年均收益率可能达到 8%～9%。规模较小的股票构成的投资组合，一直以来收益率比市场平均水平稍高一点。如果你在熊市期间也能安然入睡，并且你有定力一直捂住手中的股票，或许激进型普通股组合正合你的胃口。在很多新兴市场，如中国、印度、巴西，股票在 21 世纪有着极大的增长潜力，它们带来的收益率可能还要高，市场波动也可能更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对很多个人投资者来说，商业房地产一直是力所不能及的投资工具。不过，来自房地产的回报却一直相当丰厚，与普通股的回报差不多。我将在练习 6 中给出理由说明，有实力购买自住房屋的个人应该购买自住房屋。我还会说明，在今天个人投资商业房地产比以前容易多了。我认为房地产投资信托在多样化投资组合中理应占有一席之地。

从表 12-2 中可以看到，我对黄金投资持有轻视的态度，同时我也略去了艺术品、风险资本、对冲基金、大宗商品以及其他更不寻常的投资品。其中很多投资品已有很好的表现，因此，在平衡由非实物资产构成的多样化投资组合时，它们可能会发挥有益的作用。因为这些投资品的风险很大，由此带来的波动性极大，所以无法预测它们的收益率，练习 8 会对此做出更加详细的评价。

几乎可以肯定地说，在很大程度上影响你的睡眠状况的是投资损失会以什么样的方式影响你的财务安全。正因为如此，所以在投资教科书中，“有病在身的孀妇”常常被视为不能承担很大风险的人。这样的孀妇，既没有平均预期寿命，也无力在投资组合之外赚取收入，以弥补可能的损失。资本和收入的任何损失都会立即影响到她的生活水准。与“有病在身的孀妇”境况相反的，则是“积极进取的年轻商业女性”。她既有平均预期寿命，在面临任何财务损失的时候，也有赚钱的能力以维持生活水准。你在“生命周期”中所处的阶段极为重要，所以我专门撰写一章（第 14 章）探讨这一决定你能承受多大风险的重要因素。

此外，你的心理素质会影响你能够承担多大程度的风险。一位投资顾问建议，你可以思考一下在玩强手棋时，你以前属于什么类型的玩家（或现在仍然属于哪种类型的玩家）。你是个冒险多的人吗？你在木板路和停车地建过宾馆吗？如果是的话，那么其他玩家就很少侵入你的房地产，倘若他们真地这么做了，你会像老鹰逮小鸡一样一举赢得整盘棋。或者，你更喜欢垄断圣詹姆斯地、田纳西大道、纽约大道的柑橘生意，从中获得更稳定但中等适度的收入吗？对这些问题所给出的回答，可能会使你更深入地了解自己在投资方面的心理素质。认识自己至关重要。也许，该问一问自己的最重要问题是，在股市暴跌期间，你当时有什么样的感觉。如果你愁得身体都病了，甚至抛光所有股票，而不是将多样化的投资计划坚持到底，那么在投资组合中高比例持有普通股便不适合你。

第二个关键步骤是仔细看一下你的投资收益中有多少交给了山姆大叔，你需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少当期收入。查一下去年的收入税报税表（1040 表格）以及你去年报告的应税收入。对于边际税率（为收入中最后 1 美元纳税的税率）高的个人，购买市政（免税）债券会有极大的税收优势。如果你处在高税收等级，不怎么需要当前收入，你会更愿意投资免税债券以及股利收益低但有望获得长期资本利得的股票（在资本利得实现之前，你不必缴税——若股票作为遗产的一部分，你甚至永远不必纳税）。从另一方面看，如果你处于低税收等级，对当期收入的需求较高，那么你应该更喜欢应税债券以及股利支付多的股票，这样你就不必为了满足收入需要，定期卖出股票从而招致交易费用了。

这项练习中的两个步骤——发现你能承担的风险水平、认清你的税收等级和对当前收入的需要似乎显而易见，很容易明白。然而，令人难以置信的是，竟有那么多的人误入歧途，未能把自己购买的证券的类型与自己的风险承受度、对当前收入和税收的需要匹配起来。投资者在主次先后问题上表现出来的混乱，与下面故事中一位年轻女子所表现出来的混乱没什么两样，伦敦一家报纸近期报道了她的传奇经历。

两人在公园里羞颜难掩

伦敦 10 月 30 日报道：午夜，一对地下情人正拥抱在一起，突然一件意外之事在瞬间发生了。

据此间一位医生在医学杂志里的叙述，由于挤在狭小的双座跑车里，那个近乎赤裸的男人突发腰椎间盘突出症，当场僵住，不能动弹。

困在他身下的女友，不顾一切地用脚按响汽车喇叭，寻求救助。很快，一位医生、几名男性救护员、一些消防队员以及一群饶有兴趣的过路人围住了停在总督公园的这辆跑车。

肯特医院的医生布莱恩·理查兹说：“那位女士发现自己被挤压在一个重达 200 磅、万分痛苦却又纹丝不动的男人身下。”

“为了解救这对情人，消防队员不得不把汽车的外壳锯掉。”肯特医生补充说。

那个惊魂未定的女士被救出了车，在他人的帮助下穿上了外套，她嘤嘤啜泣道：“我该怎么向我丈夫解释，他的车怎么弄成这样了？”

——路透社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此相似，投资者由于弄错了优先次序，也经常会遭受痛苦的折磨。你不能既要寻求本金的安全，又纵身跳入普通股中风险最大的一些股票投资之中。你也不能既让自己的收入免予按高边际税率纳税，又把投资于应税公司债券的收益率锁定在6%，不管这些多么诱人，你都不可能同时做到。不过，在投资顾问公司的年鉴中，却写满了投资者所持证券与其投资目标不相符的种种故事。

12.6 练习6：从自己家里开始漫步：租房会引起投资肌肉松弛

还记得斯嘉丽·奥哈拉（Scarlett O'Hara）[⊖]吗？美国南北战争结束的时候，她已身无分文，但依然拥有心爱的种植园——塔拉。无论钱会发生什么样的变化，好地方的好房子总能保值。只要世界人口继续增长，购买房地产就可以作为最可依赖的对付通货膨胀的防范手段。

住宅房地产的长期收益率计算起来很棘手，但似乎一直是颇为丰厚的。的确，2007年和2008年，我们在独立屋类房产上出现了价格泡沫。然而，到21世纪第二个十年的时候，房价已恢复到“正常水平”，所以进入房市又安全了。不过，与股市相比之下，房地产市场可没那么有效。在股市中，每只普通股都有数以百计很懂行的机构投资者在研究其价值；而在房地产市场，只有屈指可数的几个可能购房的人会评估某一特定房产的价值，因此，单个房产的定价并非总是恰如其分。最后，在通货膨胀率加速上升的时期，房地产的收益率看上去比股票的收益率更高，但在通货紧缩时期，房地产的表现便比不上股票。总而言之，事实已证明，房地产是一种很好的投资工具，既能提供丰厚的回报，又能极好地防范通货膨胀。

对多数人而言，要投资房地产，自然是投资于独立屋房产或者共有公寓房产。你总得找个地方居住，而且与租房比较起来，购买房产具有一些税收优势。国会希望鼓励人们拥有房屋产权，鼓励房屋产权价值增长，所以赋予了房屋产权所有人两项重要的税收扣减优惠：① 虽然房屋租金不得从收入税中扣除，但与房屋产权有关的两项主要费用——抵押贷款支付的利息和财产税可以从收入税中予以扣除；② 自

⊖ 斯嘉丽是经典小说和电影《乱世佳人》（又译《飘》）中的女主角。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有房屋出售后实现的增值部分，享有很大的免税待遇。此外，拥有房屋也是强迫你储蓄的一个好办法，并且房屋会让你获得巨大的情感满足。我的建议是：如果你力所能及，那就拥有属于自己的住房吧。

你可能也希望通过房地产投资信托考虑拥有商业房地产。从公寓房到写字楼和综合性商业大厦的商业房地产，都有被打包进了房地产投资信托组合之中，交由专业房地产运营公司去管理。房地产投资信托本身很像其他的普通股，在各大证券交易所挂牌交易，而且交投活跃。这为个人将商业房地产加入自己的投资组合提供了绝好的机会。

如果你想把自己的投资组合移向坚实的土地之上，那我强烈建议你将一些资金投资于房地产投资信托。房地产投资信托何以在你的投资计划中发挥作用，有很多理由可以解释。首先，房地产所有权已产生了与普通股不相上下的收益率。同样重要的是，在提供投资多样化益处方面，房地产是一种理想的工具，这在第 8 章已做过阐述。因为房地产的收益与其他资产之间的相关性比较小，所以在你的投资组合中加入一部分房地产会降低投资组合的整体风险。此外，房地产一直是可靠的对付通货膨胀的防范手段。

遗憾的是，从数以百计流通的房地产投资信托中进行筛选是一件令人望而生畏的事情。而且，单单持有一家房地产投资信托，也不大可能提供房地产类型和区域分布的多样化。投资者要是买错了房地产投资信托，可能会摔个大跟头。不过，现在投资者面前已有一批房地产共同基金快速发展起来，这些基金非常乐意为投资者做这方面的工作。这些基金会从现有的房地产投资信托中进行挑选，建立多样化的房地产投资信托投资组合，从而可以确保房地产类型和地域分布的广泛多样性。另外，无论何时，只要投资者愿意，他们都可以变现手中持有的房地产投资信托基金的份额。也有费用低廉的房地产投资信托指数基金（列示在随机漫步者通讯录中），我相信这些基金将为投资者继续带来最好的净收益率。

12.7 练习 7：考察在债券领域的漫步

让我们直面现实吧。从第二次世界大战到 20 世纪 80 年代早期，对于投放资金来说，债券是个糟糕的地方。这期间，通货膨胀毫不留情地侵蚀了债券的实际价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如说，20 世纪 70 年代早期，有些投资者以 18.75 美元购买美国储蓄债券，5 年之后以 25 美元的价钱变现时，他们非常沮丧地发现自己已损失了实际购买力。让人心烦的是，5 年前投资于债券的 18.75 美元，本来还可以给汽车油箱加满两次油，而债券到期时获得的 25 美元，却只能加满一次油了。事实上，投资者的实际收益率是负数，因为通货膨胀侵蚀购买力的速度快于利率收益的复利速度。怪不得，很多投资者会用那个难以启齿的四个字母组成的下流话骂债券了。

因为债券约定的利率不足以抵制通货膨胀的影响，所以一直到 20 世纪 80 年代早期，债券都是表现很差的投资品。但要记住本书第二部分阐述的内容。市场是相当有效的，在接下来的 30 年里，债券价格做出了调整，给投资者带来了极好的收益率。此外，事实证明，债券是让投资实现多样化的极好的投资品，因为从 1980 年到 2010 年年底，债券与普通股之间的相关性一直很低或者为负数。2010 年，品质好的长期债券在公开市场的收益率差不多是 6%。这样的收益率能轻松地将 2% 的长期通货膨胀率（21 世纪初的实际通货膨胀率）消化掉，使得实际收益率比通货膨胀率要高出 4 个百分点。当然，实际长期通货膨胀率可能比 2% 要高得多。但债券有希望产生 4% 的实际收益率，为防范通胀提供了相当宽裕的安全边际。在我看来，有四种债券你可能特别想要考虑购买：① 零息债券（在事先确定的时间内，允许你锁定高收益率）；② 免手续费的债券型共同基金（允许你购买投资于债券组合的基金份额）；③ 免税债券和债券基金（适合有幸身居高税收等级的个人购买）；④ 美国防通胀债券。

12.7.1 零息债券可能产生大量未来收益

假设有人告诉你，现在可以投资 1 万美元，并且政府保证大约在 15 年后你能拿回双倍投资。通过投资于零息债券（zero-coupon bonds）是有可能实现这样的投资回报的。

这类债券之所以被称为零息债券或简称为零债（zeros），是因为它们与一般的付息债券不同，持有人不会定期收到利息。这类债券都是依面值以较大的折扣（比如，1 美元折扣 50 美分）购买的，它们的价格随着年度推移会逐渐涨到面值或者说平价的水平。如果一直持有到期，持有人会获得债券约定的面值全额。这类债券有不同的期限可供选择，短则几个月，长则 20 余年。对于将来特定日期需要支出的款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项来说，这类债券是极好的存放之所。

零息债券最主要的吸引人之处，在于购买者不会面临再投资风险。零息国库债券向投资者保证，其资金可以按照到期收益率连续进行再投资。

零息债券的主要劣势，在于美国国内税务署（Interval Revenue Service）要求应税投资者每年需将债券购买价格与平价之间的差额根据一定比例作为收入申报。不过，有些投资者在延迟纳税的退休金计划中持有这类债券，对于他们来说，没有这种收入申报要求。

有两点提醒值得注意：常常会有经纪人在小额投资者购买小面值的零息债券时，收取相当高的佣金费用；此外，你应该知道只有将债券持有到期，才能确保将债券按面值兑换成现金。同时，在债券持有期间，债券的市场价格可能会随着市场利率的变动而大幅波动。

12.7.2 免手续费的债券基金是适合个人投资者的投资工具

开放式债券型（共同）基金，不仅有零息债券的某些长期优势，而且买卖起来也更加方便，费用更少。我在通讯录中列举的那些债券型基金全都投资于长期债券。虽然不能保证你能以恒定收益率将你的利息收入再投资，但这些基金确实能够提供长期稳定的收入，并且特别适合那些计划靠利息收入过日子的投资者。

因为债券市场往往至少像股票市场一样有效，所以我推荐你购买费用低廉的债券指数基金。债券指数基金买入并持有种类繁多的债券，其表现通常会优于主动管理型债券基金。无论如何，你都不应该购买需缴纳手续费的债券型基金（收取佣金费用的基金）。如果能免费获得什么东西，而你却要花钱，那就没有任何意义了。

通讯录列举了这样几种类型的基金：专门投资于公司债券的基金；专门投资于GNMA 抵押贷款支持债券[⊖]的基金；专门投资于免税债券（下面就会对此加以讨论）的基金；以及一些风险更大的高收益债券型基金，这些基金适合为追求较高预期收益而乐意承担额外风险的投资者。我自己最喜欢的基金是整体债市指数基金（Total Bond Market Index Fund），这种基金持有所有不同种类的债券。

⊖ GNMA，即政府国民抵押贷款协会，它发行的抵押贷款支持债券，是指将众多小额房地产抵押债权划分不同的组合而发行的债券，这些债券由美国政府担保按时支付本息，信用评级为 AAA 级。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.7.3 免税债券对税收等级高的投资者大有裨益

如果你身处很高的税收等级，应税货币基金、零息债券和应税债券型基金，可能只适合你放在退休金计划之中。否则，你需要投资于州和地方政府发行的免税债券，以及各类政府机构发行的免税债券，这些机构是指港口管理局或公路收费部门，等等。这类债券的利息在联邦报税表中不作为应税收入计算，而且，你居住的州所发行的债券，总会免征任何州收入税。

2010 年，高品质长期公司债券的收益率大约是 6%，品质相当的免税债券的收益率是 4.5%。假设既包括联邦收入税也包括州收入税，你的税收等级（你收入中最后 1 美元应纳税的税率）大约为 36%。如表 12-3 所示，免税债券的税后收入比应税债券多出 66 美元，因此对于税收等级与你相同的人来说，免税债券显然是更好的投资工具。即使你的税收等级更低，免税债券可能仍然值得购买，这取决于你购买免税债券时，市场上能获得的确切收益率是多少。

表 12-3 免税债券与应税债券的比较（面值 1 万美元）(单位：美元)

债券类型	利息支付	应纳税额（适用税率 36%）	税后收入
收益率为 4.5% 的免税债券	450	0	450
收益率为 6% 的应税债券	600	216	384

如果你直接购买债券（而不是通过共同基金间接购买），我建议你购买新发行的债券，而不要购买已流通的债券。新鲜出炉的债券，其收益率通常要比已流通的熟券稍微划算一些，而且购买新券时，你避免了支付交易费用。另外，我认为你应该将投资风险保持在合理的限度内，办法是只购买穆迪和标准普尔评级公司评出的至少 A 级的债券。也可以考虑所谓的 AMT 债券（alternative minimum tax bonds），这类债券需缴纳最低限额的可选择（收入）税，因而对于已将很大一部分收入进行了避税的个人并不具备吸引力。但是，如果你无须缴纳最低限额可选择税，那么你可以从持有 AMT 债券中获得一些额外收益。

债券有个令人生厌的特性，那就是"抛出正面我赢，抛出反面你输"。如果市场利率水平上升，你所持债券的价格就会下跌；如果市场利率水平下降，债券发行人又经常会将债券从你手中"召回"（提前偿付），然后以更低的利率发行新券。为了保护自己，你要确保所持长期债券具有为期 10 年的赎回保障条款，这可以防止发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行人“召回”债券，再以更低的利率发行新券。

要想购买一些表现好的免税债券基金，可以查阅书后通讯录。不过，如果你有相当数量的资金投资于免税债券（2.5 万美元以上），我看不出你有什么理由要通过基金来购买免税债券，还要支付相关的管理费用。如果你将债券投资严格限定在高品质债券之上，那你就没什么必要进行多样化操作，并且你也会获得更多利息。然而，如果你只有几千美元可供投资，你会发现少量买卖债券的代价会很大，而此时若购买债权型基金，就能提供较好的流动性和投资多样性。也有一些基金把自己的投资范围限定在某个州发行的债券之上，购买这些基金既能让你免交联邦收入税，又能让你免交州收入税。

12.7.4　畅销的防通胀国债：通货膨胀指数化债券

我们知道不期而至的通货膨胀会给债券持有人以沉重打击。通货膨胀往往导致利率上升，而随着利率上升，债券价格会下跌。此外，还有一点不好，通货膨胀会使债券利息和债券本金支付时的实际价值减少。现在，投资者有一种可以抵御通货膨胀的盾牌了，那就是防通胀国债。如果持有到期，防通胀国债可以免受通货膨胀的侵蚀，确保投资者所持投资组合的原有购买力不变。长期防通胀国债会支付 2.5% 左右的基本利息。但与老式国债相比，这类债券的利息支付基础是随着消费者价格指数上升而上升的本金数量。假设物价水平明年上涨 3%，面值为 1 000 美元的债券会涨到 1 030 美元，每半年支付一次的利息也会上涨。当防通胀国债到期时，投资者拿到手的本金会等于根据通货膨胀率进行调整的面值。由此可知，防通胀国债提供了有保障的实际收益率，本金的偿付金额也能保持实际购买力不变。

现在，还没有别的金融工具能为投资者提供如此可靠的防范通胀的手段。防通胀国债还能为投资组合的多样化带来很大好处。当通货膨胀加速上升时，防通胀国债会提供较高的名义收益率，而股票和债券的价格可能会下跌。因此，防通胀国债与其他资产之间的相关性很低，是一种特别有效地使投资多样化的工具。这类债券为那些神经紧张的投资者提供了一份非常有效的“保单”。

不过，从税收角度看，防通胀国债确实也有令人不快的一面，这一点影响了其可利用性。防通胀国债的票息支付以及反映通货膨胀的本金增加额都得纳税。问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在于财政部只是在债券到期时，才支付本金增加额。假设通货膨胀率足够高，那么小额的票息支付可能都不足以缴纳税款，而随着通货膨胀率的上升，这种不平衡会更趋恶化。因此，对应税投资者来说，防通胀国债也远远算不上理想的投资工具，只有在有税收优惠的退休金计划中，这类债券才能得到最佳利用。

12.7.5 你应该沉迷于债券市场吗

投资风险与投资回报相伴相生，这句格言在债券市场无效吗？根本不是这样。在多数时期，所谓的"垃圾"债券（信用品质较低、收益率较高的债券）相比于高信用评级的"投资级"债券，已为投资者提供了高出两个百分点的净收益率。2010年，投资级债券的收益率是6%，而"垃圾"债券的收益率常常是8%。因此，即使有2%的评级较低的债券在利息和本金支付上违约了，从而使这部分投资全都打了水漂，由低品质债券构成的投资组合提供的净收益率，也比得上高品质债券构成的投资组合。正由于此，很多投资顾问都建议持有由高收益债券构成的多样化程度很高的投资组合，他们认为这是明智的投资选择。

不过，也有另一种说法，建议投资者对垃圾债券"坚决说不"。多数垃圾债券的发行，是一波宏大的公司兼并、收购和杠杆收购（主要通过债务融资）浪潮的产物。对垃圾债券投反对票的人指出，信用品质较低的债券只有在经济繁荣时期，才有可能给付全额利息。但若经济出现衰退，那可要当心了。

那么，思虑周全的投资者该怎么办呢？这个问题的答案在某种程度上取决于你承担很大的投资风险时，夜间的睡眠状况如何。由高收益债券或垃圾债券构成的投资组合，不适合失眠症患者。即使投资分散了，这些投资中也蕴涵着很大风险。此外，对于那些把债券利息作为主要收入来源的投资者，这样的组合也不适合。当然，对于任何未将所持资产进行适当多样化的投资者来说，这样的组合也同样不适合。不过，至少从历史数据来看，垃圾债券提供的总收益溢价，足以补偿实际发生过的违约风险。

12.8 练习8：临深履薄般穿过黄金、收藏品及其他投资品的原野

在本书以前数版中，对于黄金是否应该纳入高度多样化的投资组合，我持有不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的态度。20 世纪 80 年代开始的时候，随着黄金价格涨到每盎司 800 美元的高位，我非常不看好黄金。20 年之后，新千年伊始，黄金售价为每盎司 200 多美元，我的态度却变得积极些。今天，黄金售价接近每盎司 1 400 美元，创下了历史高点，我发现自己很难对黄金热情起来。但是，在你的投资组合中，或许黄金还可以承担一定的角色。来自黄金的收益与来自非实物资产的收益之间的相关性往往非常小。因此，即使少量持有黄金（比如说，占投资组合的 5%）对投资者降低投资组合的整体波动性也会有所帮助。而且，万一通货膨胀卷土重来，黄金可能会产生不错的收益。现在，通过购买主要投资于黄金的共同基金或交易型开放式指数基金，你就可以轻而易举地达到少量持有黄金的目的。

黄金价格的高波动性让我想起了某国商人的一个故事。靠经营沙丁鱼罐头生意他生活过得极为滋润。他的生意非常成功，于是就雇了一个年轻聪明的大学毕业生协助他奋力开拓业务。一天，这位年轻人打算款待自己的岳父母，请他们共进晚餐，他决定带两三罐沙丁鱼回去做开胃菜。第一只罐头一打开，他就非常懊恼，发现里面装满了沙子。他又开了一罐，结果发现还是装满了沙子。他第二天把这件蹊跷事告诉了商人，这位狡狯的生意人只是笑了笑，说："噢，这些罐头是用来交易的，可不是拿来吃的。"

从某种意义上讲，这个故事与黄金交易中出现的情形非常相似。实际上，所有的黄金交易都是出于囤积居奇或投机的目的，都是寄希望于金条以后能以更高的价格出手。这些金条几乎没有一根会被实际使用。在这种市场上，谁也说不准金价会向何处去。就审慎投资而言，黄金最多只能作为增加投资组合多样性的一种工具，只能发挥有限的作用。

其他收藏品又如何呢？比如说，钻石经常被形容为每个人最好的朋友。但对个人投资者来说，投资钻石的风险极大，缺点也极多。你一定要记住购买钻石会涉及大量佣金成本。而且对个人而言，钻石的品质判断起来也异乎寻常困难。我可以肯定地说，你从希望卖掉钻石的人那儿接听到的电话会大大超过想买钻石的人打来的电话。

目前，另外一个流行的投资策略便是投资收藏品。成千上万的推销员正在四处兜售各种藏品，从雷诺阿画作（Renoir）到地毯、从蒂芙尼（Tiffany）灯具到稀有邮票、从装饰派艺术品到晕机时使用的秽物袋，举不胜举。易趣网使收藏品的买卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易效率高得多。我认为如果你因喜欢什么东西而购买它，那无可厚非——上帝知道人们确实有些离奇的品位；但我的建议是：你是因为喜爱那些东西才去买，不要因你期待它们会增值而去买。别忘了赝品和仿品随处可见。一个由藏品构成的投资组合常常还需要很多保险费用，需要无穷无尽的维护费用——你一直在花钱，而不是在收获股利或利息。要想通过收藏挣钱，你还需要有非常独特的见解和品位。在我看来，认为自己在收藏利润的人实际上多数是在收藏麻烦。

还有一个投资工具近来很流行，叫做商品期货合约。你不但可以购买黄金，还可以购买交割各种商品的合约，这些商品有粮食、金属，也有外汇。商品期货市场风云变幻，行情变化很快，专业投资者有时可能会获得巨大收益，但对有些涉入其中的人来说，都不知道自己在干什么，可能轻易就会遭受重大损失。我给非专业投资者的建议是：不要勉为其难。

我也建议投资者不要考虑对冲基金、私募股权基金和风险投资基金。这些类型的基金可能是基金经理赚大钱的工具，因为他们会把大量的管理费和 20% 的利润提成揣进自己的腰包，但个人投资者通常是难以从中获利的。这些类型基金的平均业绩非常令人失望。没错，最好的基金确实做得不错，但除非你是机构投资者，已确立了明显的优待地位，否则，能投资最佳基金的机会，实事求是地说是零。别想这些异类了——它们不属于你。

12.9 练习 9：记住，佣金成本并不是随机漫步的，有些更为低廉

现在，很多经纪券商在为你执行股票买卖指令时，收取的佣金费用与标准佣金相比折扣率很大。除了执行交易指令之外，折扣经纪券商通常很少提供其他服务。如果你想直接接触，想得到关于投资组合的总体意见以及投资建议，那么折扣经纪券可能不适合你。不过，如果你确切地知道自己想买什么，折扣经纪券商可以为你做到，而收取的佣金费用比提供全面服务的一般券商低得多，如果你愿意在线交易，那就更会如此。

如果你确实准备好全由自己拿主意，你可以用个人电脑通过电子交易买卖证券。电子交易可以让你买卖成百上千的股票，而每笔交易收费不到 10 美元。在线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易股票既简单易行，又经济实惠。但我得提醒你，投资者每天进进出出地买卖股票，很少能赚到钱。别让低佣金费率诱使你成为以前不成功的短线交易大军的一员。

谈到佣金成本这个话题，你应该警惕华尔街上的一种创新做法——“包管账户”（wrap account）。只需支付一笔单一费用，你的经纪人就可以获得一位专业资金管理人的服务，这位资金管理人会为你挑选一款由股票、债券或许还有房地产构成的投资组合。经纪佣金和顾问费都被“打包”进了这笔单一的总费用之中，包管账户中涉及的成本极高。年费可能会达到每年 3%，如果这位资金管理人使用共同基金或房地产投资信托，可能还会收取执行费和基金费。有了这些费用，你实际上是不可能战胜市场的。对此，我的建议是：回避包管账户。

另外，要记住购买共同基金时成本很重要。收取费用最低的基金往往会给投资者带来最好的净收益率。共同基金业就是这样一种行当：在此，你得到的实际上是你未付出的。

12.10 练习 10：避开塌陷区和绊脚石：让你的投资步伐多样化

在上文所述的热身练习中，我们已讨论了大量投资工具。在漫步华尔街的过程中，最为重要的部分是把我们带到百老汇大街的转角处——思考有关普通股的明智投资策略。关于这段漫步的指南包含在最后三章中，因为我认为普通股应该构成多数投资组合的“转角基石”。尽管如此，在最后一项热身练习中，我们还是要回顾一下现代投资组合理论的重要观点——多样化投资具有种种优势。

《圣经》上有条格言说：“谋士多，人便安居。”同样的道理也可用在投资上。多样化投资可以降低风险，并且你要实现符合投资目标的理想的长期平均收益率，其可能性也大得多。因此，在每一个投资类别中，你都应该持有多种具体品种；尽管普通股应该成为你的投资组合的一个重要部分，但普通股不应该是唯一的投资工具。想想前安然公司雇员泪水盈盈的面庞吧，他们除了在退休金计划中持有安然股票之外，未持有任何其他证券。安然倒台之后，他们不仅失去了工作，也失去了退休储蓄金。无论投资目标是什么，聪明的投资者都会进行多样化安排的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也要回顾一下第 10 章，其中有一节标题为“行为金融学给投资者的教训”，这节里提到了一些投资“塌陷区”和“绊脚石”。涉及投资问题时，我们常常是自己的最大敌人。了解我们如何在自己的心理面前不堪一击，可以帮助我们避开一些常见的陷阱，免得我们在漫步华尔街的路上跌落下去。

12.11 最后：体格检查

现在，你已完成了热身练习，让我们稍事休息，最后做一下体格检查。经济学家研究出的那些估值理论和专业投资者的业绩记录都导向了唯一结论：没有必然成功的通向财富之路，亦无轻易可行的坦途。要实现高收益，只有承担高风险（或许还得接受较低的投资流动性）。

你能容忍的风险水平在一定程度上取决于你想拥有什么样的睡眠状况。第 13 章将探讨股票和债券的风险与收益，并帮助你确定从不同的金融工具中应该期待什么样的收益水平。不过，你能承担的风险水平，还会显著地受到这样几个因素的影响：你的年龄以及你的非投资性收入的来源和可靠程度。第 14 章——“生命周期投资指南”将更加清晰地告诉你如何确定普通股、债券、房地产以及短期投资在你的投资组合中所占的比例。第 15 章将呈献几种具体的股市投资策略，这些策略能使业余投资者与最为成熟老道的专业投资者比较起来，获得一样好甚至更好的投资业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章
Chapter 13

金融竞赛的障碍：理解、预测股票和债券的收益



正确了解过去的人往往不会对现在持有忧郁或悲观的看法。

托马斯 B. 麦考利（Thomas B. Macaulay）

《英格兰史》（*History of England*）

在本章里，你将学会如何成为一名“金融赌注登记经纪人”（financial bookie）。在阅读本章内容之后，你虽然还是不能预测下个月或来年的市场走势——无人能做到这一点，但你将更可能设置赚钱的投资组合。尽管股票和债券的价格水平是决定财富净值的两个最重要的因素，其波动毫无疑问不在你的控制范围之内，但是，我提供的总体分析方法可以为你效劳，帮助你切合实际地预测长期收益率，使你的投资计划适应自己的理财需要。

 13.1 什么因素决定了股票和债券的收益

从长期的角度看，普通股提供的收益取决于两个关键因素：购买时的股利收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率、盈利和股利的未来增长率。原则上，对于永久持有股票的投资者来说，普通股的价值等于未来股利流的“现值”或者说“折现值”。回忆一下，“折现”这一概念反映的是这样一种事实：明天收到的1美元，不如今天在手的1美元价值大。股票投资者购买企业的所有权份额，目的是希望获得不断增长的股利流。即使一家公司现在支付很少的股利，把大部分（甚至全部）盈利留存下来用于公司的再投资，投资者也会在心里假定，这样的再投资将在未来产生增长更为迅速的股利流，或者产生更多的公司将来可用以购回自身股票的盈利。

股利流（或者公司通过股票回购返还给股东的资金）的折现值，可以运用下面这个非常简单的计算长期收益率的公式得出。这个计算公式不但适用于计算个股的长期收益率，也适用于计算市场整体的长期收益率。

股票长期收益率 = 初始股利收益率 + 增长率

比如说，从1926年一直到2010年，普通股提供的年平均收益率大约为9.8%。1926年1月1日，市场整体的股利收益率大约为5%。盈利和股利的长期增长率也大约为5%。因此，将初始股利收益率与增长率相加就得出了实际收益率的近似值。

从更短时期的角度看，比如1年或者甚至是几年，在决定收益率时，又有一个因素也起到至关重要的作用。这个因素就是估值关系（valuation relationships）的变化，具体说来，就是股价对股利的倍数和股价对盈利的倍数（市盈率）的变化（股价对股利的倍数，其增加或减少往往与使用更普遍的市盈率同向变动）。

股价对股利的倍数和市盈率在不同年份间变动幅度很大。比如说，在非常乐观的时期，如2000年3月初，股票市盈率大大超过了30倍，股价对股利的倍数超过了80。在非常悲观的时期，如1982年，股票市盈率只有8倍，股价对股利的倍数是17。股价对股利的倍数和市盈率也会受利率水平的影响。当利率水平低的时候，为了与债券争夺投资者手中的储蓄，股票往往以低股利收益率和高市盈率出售；当利率水平高的时候，为了更具竞争力，股利收益率会上升，股票往往会以低市盈率出售。1968～1982年，普通股收益率大大低于长期平均水平，每年大约只有5.5%。在这一时期开始的时候，股票以3%的股利收益率出售，盈利和股利增长率每年为6%，这一增长率比长期平均水平略高一点。倘若市盈率（以及股利收益率）保持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不变，那么每年6%的股利增长率转换成6%的资本增值率，股票本可以产生9%的年收益率。但实际上，股利增长率的大幅上升（市盈率大幅下降），使年均收益率降低了3.5%左右。

对股票投资者来说，21世纪头十年是一段极其凄惨的时期。千禧年时代结果却成了感到幻灭的时代。2000年4月开始的时候，网络股泡沫正处于高峰时期，标准普尔500指数的股利收益率已跌到1.2%（市盈率倍数高于30）。在这段时期，股利增长实际上非常强劲，每年平均达5.8%。倘若估值关系没有变化，股票会产生7%的收益率（1.2%的股利收益率与5.8%的股利增长率之和）。但在这十年里，市盈率倍数出现暴跌，股利收益率上升。估值关系的变化从收益率中斫去了13.5个百分点。因此，股票没有带来7%的收益率——每年倒是平均损失了6.5%，使得很多分析师提及这些年时，都说是“失落的十年”。

很多分析师质疑，现在股利是否还像过去那样，在决定股票收益率时具有相关性。他们指出，上市公司现在日益倾向于通过股票回购而非增加股利的方式，将增长的盈利分配给股东。对于这种公司行为，有人给出了两个理由：一种认为出于服务股东的目的，另一种认为出于使管理层得利的目的。税法使股东获得了利益。已实现的长期资本利得所适用的税率，常常只是股利所适用的最高收入税率的一小部分。回购股票的公司往往因减少了流通股票的数量，而增加了每股盈利，每股盈利的上升又使股价上涨。因此，股票回购往往会带来资本利得。再者，资本利得税可以延迟到股票卖出时缴纳；如果股票后来被遗赠，资本利得税甚至还可以全部避免。所以，为股东利益着想的公司管理层会更愿意回购股票，而非增加股利。

从不好的方面看，管理层更多的是出于对自身利益的考虑，才让公司回购股票。管理层很大一部分收入来自股票期权，只有当盈利和股价上升的时候，股票期权才有价值。股票回购是一条使盈利、股价和期权价值上升的简单途径。增值的股票会使管理层持有的股票期权的价值增加，从而使管理层得利；而增加的股利只会进了当前股东的口袋。20世纪40～70年代，盈利和股利以大致相同的比率增长。不过，在20世纪的最后几十年里，盈利的增长速度比股利更快。在很长时期里，盈利和股利的增长率很可能不相上下，所以，为了阅读方便，我选择从盈利增长的角度来进行分析。

与股票的长期收益率比较起来，债券的长期收益率更容易计算。从长期看，债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券投资者获得的收益率大约等于债券购买时的到期收益率[⊖]。就零息债券（非定期支付利息、只是到期支付某一固定金额的债券）而言，假定未出现违约风险并被持有到期，购买时的到期收益率就是投资者将获得的收益率。对于付息债券（定期支付利息的债券）来说，债券存续期内获得的收益率可能有些变动，这取决于票息是否会被再投资，以及以什么样的利率再投资。不过，债券的初始收益率（initial yield）[⊜]，为持有债券到期的投资者将获得的收益率提供了一个非常有用的估计值。

如果债券未持有到期，那么其收益率估计起来便不易把握。在这种情况下，市场利率（债券收益率）[⊜]的变化，就成为一个决定债券在持有期内所获净收益率的重要因素。当市场利率上升时，债券价格会下跌，以便现存债券与当前正以更高利率发行的新券保持同等的竞争力。当市场利率下跌时，债券价格便会上升。总之，应牢记在心的一个道理是，对于未将债券持有到期的投资者来说，损失的程度取决于市场利率上升的幅度，而得益的程度则取决于市场利率下跌的幅度。

在任何一场金融收益的障碍赛中，通货膨胀都是“一匹黑马”。在债券市场，通货膨胀率的上升毫无疑问会带来损失。要明白这一点，我们先假设不存在通货膨胀，债券以5%的收益率在交易，这会给投资者提供5%的实际收益率（剔除通货膨胀影响的收益率）。现在又假定通货膨胀率由0上升到5%。如果投资者仍然要求5%的实际收益率，那么债券利率必须上涨到10%。只有这样，投资者才会在剔除通货膨胀影响之后，得到5%收益率。但这意味着债券价格下跌，而先前以5%收益率购买长期债券的投资者将会遭受很大的资本损失。除了本书第12章推荐的防通胀国债持有者之外，通货膨胀是其他所有债券投资者的死敌。

原则上，普通股应该是对付通货膨胀的防范工具，通货膨胀率的上升应该不会让股票受到损失。至少从理论上说，如果通货膨胀率上升一个百分点，所有东西的价格，包括工厂、设备、存货的价值，也应该上涨一个百分点。结果，盈利和股利的增长率也应该随通货膨胀率上升而上升。因此，即使所有的要求收益率都随通货

⊖ 到期收益率是指以特定价格购买债券并持有至到期日所能获得的收益率，是使未来债券面值和票息现金流现值等于债券购入价格的折现率，能最准确地衡量债券的收益水平，是使用最广泛的债券收益率指标。——译者注

⊜ 债券的初始收益率即债券购买时的到期收益率。——译者注

⊜ 此处的债券收益率，指投资者手中持有的债券未到期即卖出时，债券在其价格根据当时市场利率进行调整之后得出的到期收益率，与市场利率大致相等。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀率上升，也不会要求股利收益率（或市盈率）有所改变。之所以如此，是因为盈利和股利的预期增长率应该会与预期通货膨胀率一同上升。那么，在实际经济生活当中，情况是否果真如此呢？我们将在下面的内容中加以考察。

13.2 金融市场收益率的四个时代

现在，让我们来研究一下股市和债市近期历史上的四个时代，看看我们能否根据上面讨论的收益率决定因素来解释投资者的境况。1946 ~ 2009 年，股市收益有四次大幅波动，四个时代正巧与之相一致。表 13-1 显示了四个时代的划分以及股票和债券投资者获得的年均收益率。

表 13-1 从时代视角看美国股票和债券的收益率（年均收益率） （%）

资产类别	时代 1 1946 年 1 月 ~ 1968 年 12 月 舒适安逸的时代	时代 2 1969 年 1 月 ~ 1981 年 12 月 焦虑不安的时代	时代 3 1982 年 1 月 ~ 2000 年 3 月 精神焕发的时代	时代 4 2000 年 4 月 ~ 2009 年 3 月 感到幻灭的时代
普通股（标准普尔 500 指数）	14.0	5.6	18.3	-6.5
债券（优质长期公司债券）	1.8	3.8	13.6	6.4
年均通货膨胀率	2.3	7.8	3.3	2.4

我把时代 1 称为舒适安逸的时代，这个时代涵盖了第二次世界大战后的那些经济增长年份。在这个时代里，抵消通货膨胀影响之后，股票持有者的收益率仍然极高，而债券持有者得到的收益率则非常微薄，显著地低于平均通货膨胀率。我把时代 2 称为焦虑不安的时代，在这个时代里，婴儿潮时期出生的数以百万计的十几岁青少年表现出了广泛的叛逆行为，越南战争造成了经济和政治上的不稳定，多次石油和食品价格上涨造成冲击，并引发了通货膨胀，所有这些因素交织在一起，给投资者营造了一种不宜投资的恶劣氛围。谁也未能免受其害，股票和债券投资者的境遇都非常不好。我把时代 3 称为精神焕发的时代，婴儿潮时期出生的人老成持重了，和平占据了支配地位，无通货膨胀的经济繁荣闪亮登场。对于股票和债券投资者来说，这是一个黄金时代，他们收获了前所未有的丰厚利润。我把时代 4 称为感到幻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灭的时代，在这个时代里，新千年的巨大期许并未在股票收益中体现出来。

有了四大时间段的划分，让我们看一看收益率决定因素在这几个时期的演化发展，尤其要看一看，可能是什么因素引起了估值关系和市场利率的变化。回想一下，股票收益率的几个决定因素：① 股票被购买时的初始股利收益率；② 盈利增长率；③ 从市盈率（或股价对股利的倍数）角度看，股票估值发生的变化。另外，债券收益率的决定因素是：① 债券被购买时的初始到期收益率；② 市场利率（债券收益率）的变化，以及由此导致的未持有债券到期的投资者手中债券价格的变化。

13.3 舒适安逸的时代

消费者以狂热消费来庆祝第二次世界大战的结束。战时，他们生活中没有汽车，没有电冰箱，没有其他无以数计的商品，大战一结束，他们毫无节制地搬出短期储蓄来消费，创造了伴有些许通货膨胀的迷你经济繁荣。不过，20 世纪 30 年代的大萧条还是难以忘怀的。当需求开始减弱的时候，经济学家（那些悲观的学者）心怀担忧，渐渐确信经济深度衰退或者经济萧条近在咫尺。后来人们广泛使用的衰退与萧条两个概念，其区别是由哈里·杜鲁门总统当时说的一句话给出界定的，他说："你失去工作的时候是衰退，我失去工作的时候才叫萧条。" 股票市场的投资者注意到经济学家们的悲观情绪，显然也忧心忡忡起来。1947 年刚开始的时候，股利收益率异常高起，达到了 5%，而市盈率则徘徊在 12 倍左右，远远低于长期平均水平。

然而结果是经济并未像很多人惧怕的那样陷入萧条之中。从 20 世纪 50 年代一直到 60 年代，尽管有几个阶段出现过轻微衰退，但经济还是以相当高的增长率向前发展。20 世纪 60 年代初，肯尼迪总统提出了一项减税计划，1964 年他去世之后，该计划立法通过。减税带来了刺激，同时政府也为越战增加了消费支出，于是经济强劲发展，就业达到很高水平。总体而言，只是到了这个时代结束时，通货膨胀才成为一个问题。投资者的信心逐渐增加，到 1968 年时，市盈率上升到 18 倍以上，标准普尔股票指数的股利收益率已回落到 3%。这的确为普通股投资者创造了舒适安逸的经济环境：初始股利收益率很高；盈利和股利都以 6.5% ~7% 的速度增长，相当强劲；股票估值提高，进一步增加了资本利得。表 13-2 显示了 1947 ~1968 年股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票和债券收益率的不同构成部分。

表 13-2 1947 年 1 月 ~1968 年 12 月股票和债券收益率 （%）

股票	初始股利收益率	5.0
	盈利增长率	6.6
	估值变化（市盈率增长）	2.4
	年均收益率	14.0
债券	初始收益率	2.7
	利率上升造成的影响	-0.9
	年均收益率	1.8

很不幸，债券投资者的日子远远比不上股票投资者。首先，1947 年，债券初始收益率非常低，因此，债券收益率注定会很低，即使投资者将债券持有到期也是如此。第二次世界大战期间，美国将长期政府债券的利率钉住在不超过 2.5% 的水平。实施这项政策的目的在于使美国可以用低利率借贷为战争筹集便宜资金，这项政策持续到战争结束之后的 1951 年，直到此时，利率才允许上浮。因此，债券投资者在此期间遭受了双重损失。不仅在这一时期开始的时候利率被人为压低，而当利率允许上浮时，债券持有人又遭受了资本损失。结果，在此期间，债券持有人获得的名义收益率低于 2%，而剔除通货膨胀影响之后，实际收益率则为负数。

13.4 焦虑不安的时代

从 20 世纪 60 年代末一直到 20 世纪 80 年代初，不断加剧的通货膨胀不期而至，成了影响证券市场的主要因素。20 世纪 60 年代中期，人们基本上注意不到通货膨胀的存在——通货膨胀率只比 1% 高一点。不过，在 20 世纪 60 年代末，当在越南越陷越深时，我们遭遇了经典的、老式的“需求拉动型”通货膨胀——太多的货币追逐太少的商品，通货膨胀率猛然上升至 4% ~4.5% 的样子。

然后，在 1973 ~1974 年，经济受到了石油和粮食价格上涨的冲击。这是墨菲定律发挥作用的一个经典情形——凡事可能出岔子，就必定会出岔子。石油输出国组织（OPEC）策划制造了石油人为短缺的形势，而大自然通过北美粮食歉收、苏联和撒哈拉沙漠以南非洲的灾难性收成，带来了食品的真正短缺。甚至当秘鲁凤尾鱼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（凤尾鱼是蛋白质的一个重要来源）的捕获量也神秘消失了时，看上去奥图尔对墨菲定律的注解也应验了（记住，奥图尔说的是“墨菲是个乐观主义者”）。通货膨胀率又上升到了6.5%。再往后，在1978年和1979年，各种政策错误的综合作用，导致某些经济部门出现了相当大的超额需求以及石油价格又有125%的涨幅，使通货膨胀率再度蹿升，工资成本亦随之增加。到20世纪80年代初时，通货膨胀率超过了10%，人们深怀恐惧，担心经济已失去控制。

最后，美联储在时任主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）的领导下采取了果断行动。美联储开始实施极端紧缩的货币政策，意在勒住经济野马，杀灭通货膨胀病毒。通货膨胀的确开始合着节拍平静下来，但与此同时，经济也几乎瘫痪了。我们遭遇了20世纪30年代以来最剧烈的经济滑坡，失业率也大幅飙升。到1981年年底时，美国经济不但饱受两位数的通货膨胀率之苦，而且还要忍受两位数失业率的煎熬。

表13-3显示了通货膨胀和经济不稳定对金融市场造成的严重影响。股票持有者和债券持有者的名义收益率都很微薄，考虑7.8%的通货膨胀率之后，实际收益率实际上是负数。而在另一方面，如黄金、收藏品和房地产之类的实物资产，却提供了非常丰厚的两位数收益率。

表13-3 1969年1月～1981年12月股票和债券收益率 （%）

股票	初始股利收益率	3.1
	盈利增长率	8.0
	估值变化（市盈率增长）	-5.5
	年均收益率	5.6
债券	初始收益率	5.9
	利率上升造成的影响	-2.1
	年均收益率	3.8

因为通货膨胀来得出乎意料，并且债券收益率未将意外通货膨胀的可能性考虑进去，所以，债券投资者遭受了灾难性损失。例如，1968年，期限为30年的长期债券提供的到期收益率大约为6%。这一收益率可以抵御时下3%的通货膨胀率，因而可以提供剔除通货膨胀后3%的预期实际收益率。遗憾的是，1969～1981年，实际通货膨胀率几乎达到8%，完全抹去了任何正数的实际收益率。这还是不幸故事中的好消息，不好的消息是债券投资者遭受了资本损失。20世纪70年代，通货膨胀率高达两位数，还有谁会愿意购买收益率为6%的债券？谁也不愿意！如果你不得不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖掉所持债券，你只能亏本卖出，好让新的买主能获得与更高的通货膨胀率相匹配的收益率。随着债券的风险溢价因债券的波动性增加而上升，债券的到期收益率涨得更高了[⊖]。更有甚者，税收体系给债券投资者予以最无情的打击。即使债券投资者获得的税前收益率[⊜]经常为负数，他们的债券票息却还要按一般收入税率纳税。

债券未能保护投资者，使其免受一段时期意外通货膨胀的侵袭，一般说来，这几乎没什么好奇怪的。但在这个时代，普通股表现很差却不能不令人吃惊。因为股票代表对真实资产的索取权，而真实资产应该会随着价格水平的上升而升值，所以按照这种逻辑，股票价格应该也已上涨了。这种情形就像一个小男孩的故事一样。他第一次去艺术博物馆参观，当被告知一幅著名的抽象派画作上画的应该是一匹马时，他机敏地问道："是吗，如果它应该是一匹马，那为什么就不是呢?"如果普通股应该是抵御通货膨胀的手段，那当时怎么就不是呢?

对此已有很多不同的解释，涉及的都是股利和盈利下降这一方面，仔细分析之下，这些解释就失去说服力了。其中一个常见的说法是，通货膨胀致使公司利润大幅缩水，尤其是当财报数字经过通货膨胀调整之后，公司利润更会减少。给出这种解释的人把通货膨胀描述成了一种财务中子弹，它使公司的外壳完好无损，却摧毁了公司的利润命脉。很多人认为资本主义引擎正在失去控制，因此事实可能会证明在华尔街上漫步——无论是以随机方式还是别的方式是极其危险的。

然而事实是，并没有证据显示，公司利润像 20 世纪 80 年代初金融界某些人士所认为的那样，一直在"沿着被残酷而不可遏制的通货膨胀涂上油脂的柱子迅速下滑"。如表 13-3 所示，在 1969 ~ 1981 年这一期间，利润加速增长，上升到 8% 的水平，轻松地超过了通货膨胀率。甚至股利也毫不示弱，增长率达到了接近通货膨胀率的水平。

影迷应该记得电影《卡萨布兰卡》片尾那段令人称奇的情景。汉弗莱·博加特（Humphrey Bogart）手中握着一支尚在冒烟的枪，站在一位名叫鲁道夫的纳粹空军少校的尸体旁。法国殖民地警察局长克劳德·雷恩斯（Claude Rains）[⊜]把视线从博加特

⊖ 当债券到期收益率涨得更高时，投资者手中所持债券的价格跌得更多。——译者注

⊜ 已实现的税前收益率等于债券卖出价（假定持有到期则为债券面值）加已收票息（或许还加上已收票息的再投资收益）减去债券买入价再除以债券买入价。——译者注

⊜ 克劳德·雷恩斯在影片中饰演警察局长雷诺，汉弗莱·博加特饰演夜总会老板里克。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身上转向那支冒烟的枪，再转向已死去的少校身上，最后转向他的助手，说："少校史特劳塞已被枪击，把嫌疑惯犯给我逮起来。"我们也已围捕了嫌疑惯犯，但还得集中精力搞清楚究竟是谁谋杀了股票市场。

20世纪70年代股票收益率如此之低，主要原因还是投资者对股利和盈利的估价——他们甘愿为1美元的股利和盈利支付的美元数量大幅下滑了。股票未能给投资者提供抵挡通货膨胀的保护，原因不在于盈利和股利未能随着通货膨胀率的上升而增长，而是在于市盈率在此期间简直就是崩溃了。

1969～1981年，标准普尔指数的市盈率几乎被削掉了2/3。正是市盈率的大幅下降，才导致了20世纪70年代投资者获得的收益率如此之差，正是市盈率的大幅下降，才阻碍了股票价格反映多数公司在盈利和股利增长上所取得的真实进步。有些金融学家得出结论认为，20世纪70年代和80年代初的市场根本就不理性，以致市盈率跌得太惨了。

当然，20世纪80年代初，股票投资者的悲观情绪很可能已变得不理性，正如他们的乐观情绪在20世纪60年代中期可能不理性一样。但是，尽管我认为市场并非总是完全理性，如果一定要我在股票市场与经济学界同行之间下注的话，我每次还是要赌股票市场赢。我的看法是，当投资者致使股价对股利的倍数以及市盈率急剧下跌的时候，他们并非不理性——他们只是吓着了。20世纪60年代中期，通货膨胀很轻微，几乎注意不到，同时投资者也确信经济学家已找到了治愈严重衰退的良方——即使温和的经济下滑也能"通过微调"加以消除。20世纪60年代，谁也没想象过经济可能经历两位数的失业或两位数的通货膨胀，更甭提有谁会想象这两者竟能同时出现。显然，我们发现经济状况远没有以前想象中的那么稳定。股权证券（或许我可以说是股权不安全证券）因而被认为更具风险，从而应该获得更高的风险补偿[⊖]。

一般说来，证券市场会通过降低市盈率和股价对股利的倍数来提供更高的风险溢价，进而产生与风险更大的新环境相适应的更高未来收益。不过，矛盾的却是同

⊖ 经济学家经常用风险溢价来陈述这一观点。所谓风险溢价，就是你可以预期从一项投资中获得的超额收益，这一收益高于完全可预测的短期投资带来的收益。根据这一观点，20世纪60年代的风险溢价非常小，可能只有一两个百分点；而在20世纪80年代初，投资者若要持有股票和债券，要求的风险溢价扩大到了很可能是4%～6%的范围，我将对此做进一步论述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的调整从20世纪60年代末一直到20世纪70年代产生了非常糟糕的收益率，而在20世纪80年代初却带来了颇具吸引力的价格水平，对此，我在本书以前数版中已做过论述。经验清楚地告诉我们，如果你想对某个十年内的收益率变化情况做出解释，那么估值关系的变化会起到一个至关重要的作用。在1969～1981年，盈利增长率的的确确补偿了这期间的通货膨胀，但股价对股利的倍数以及市盈率的下降——我相信这种下降反映已感知到的风险上升了正是谋杀股票市场的元凶。

13.5 精神焕发的时代

现在，让我们把目光投向第三个时代——从1982年一直到2000年年初，这是金融资产收益率的黄金时代。这个时代刚开始的时候，债券和股票都已随着经济环境的变化进行了充分调整，甚至可以说是过度调整。股票和债券的定价，不仅对可能出现的通货膨胀率提供了充足的保护，还给予了投资者异常丰厚的实际收益率。

的确，1981年年末，债券市场已名誉扫地。《哗尔街日报》[⊖]在1981年的滑稽年刊中写道："所谓债券，就是为使其价格下跌而设计的一种固定利率金融工具。"这时，优质公司债券的到期收益率在13%左右，而基础通货膨胀率（按单位劳动力成本增长率来衡量）大约为8%，因此，公司债券提供了约为5%的预期实际收益率，若按过去的历史标准，这一收益率异常丰厚（公司债券的长期实际收益率只有2%）。无可否认，债券价格此前已变得波动性很大，因此，认为债券理应比以前提供更高一些风险溢价的看法是很合情理的。但是，恐慌抑郁的机构投资者很可能对债券投资的风险考虑得太多。如同打最后一战的将军那样，投资者已不愿意再去碰债券了，因为过去15年的经历可谓灾难深重。如此一来，债券投资的初始条件便是投资者能够期望未来数年获得非常丰厚的收益。

那么，股票的情况又如何呢？我在前面已提过，要计算股票的预期长期收益率，可以将平均股利收益率与每股盈利的预期增长率相加获得。我在1981年进行的计算

⊖《哗尔街日报》（*The Bawl Street Journal*），由纽约债券俱乐部于1917年开始发行，以滑稽的风格和笔触模仿《华尔街日报》，讽刺华尔街人、投资公司和金融界。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户-零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显示普通股总体预期收益率在13%以上——这一比率大大超过了核心通货膨胀率，按照历史标准，也非常丰厚。

同时，普通股正以异常低的市盈率出售，股价对股利的倍数也低于平均水平，股价只有股票所代表资产的重置价值的一小部分。无怪乎在20世纪80年代，我们看到了如此之多的公司并购案。每当在股市可以购买到比直接采购成本更低的资产时，公司总会倾向于购买其他公司的股权，也会回购自身的股票。因此，我当时指出，在20世纪80年代初，呈现在我们面前的是这样一种市场形势：非实物资产已根据通货膨胀以及与通胀相关的更大不确定性进行了调整，或许已调整过头。表13-4显示了1982～2000年的收益率情况。

表13-4 1982年1月～2000年3月股票和债券收益率 （%）

股票	初始股利收益率	5.8
	盈利增长率	6.8
	估值变化（市盈率增长）	5.7
	年均收益率	18.3
债券	初始收益率	13.0
	利率下降造成的影响	0.6
	年均收益率	13.6

这的确是投资者精神焕发的时代，无论是股票还是债券都产生了异常丰厚的收益率。尽管这一时期盈利和股利的名义增长率都不比令人沮丧的20世纪70年代高，但两个因素促成股票市场产生了异乎寻常的收益率。首先，接近6%的初始股利收益率就非常丰厚。其次，市场心态也由悲观失望转为欣喜亢奋。市场市盈率上升了两倍多，从8倍上升到30倍，股利收益率下降到只有1%多一点。正是估值变化托起了股票收益率，使其由非同一般的水平上升到了绝对令人惊奇的高度。

同样，债券市场13%的初始收益率保证了债券长期持有者将实现高达两位数的收益率。我曾经说过，长期债券持有者眼前看到的到期收益率，就是他们将获得的收益率。另外，市场利率的下降，也进一步提升了债券的收益率。再者，因为通货膨胀率回落到3%的水平，债券的实际收益率（扣除通货膨胀后的收益率），比长期平均水平高得多。1982～2000年年初，是人们投资金融资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产一生只能一遇的天赐良机。与此同时，诸如黄金和石油之类的实物资产则产生了负的收益率。

13.6 感到幻灭的时代

精神焕发的时代之后，便是有史以来股票市场有案可查最为糟糕的一个十年。人们广泛地认为这段时期是“失落的十年”或者“糟心的十年”。就多数股票投资者而言，他们宁愿忘记这段时间。网络股泡沫爆裂后，紧跟着是令人难以承受的大熊市。在这十年里，后来又膨胀了一场泡沫，泡沫的爆裂使得全球股市地动山摇，因为房地产价格的急剧下跌摧毁了以房价不断上涨为支撑的错综复杂的抵押贷款支持证券的价值。投资者再次得到提醒，投资世界是一个风险很大的所在。估值关系随之发生了变化。

市盈率下跌了，股利收益率上升了。不过，有些投资者利用债券使自己的投资组合多样化，倒是得以减轻了痛苦，因为在这十年中，债券产生了正的收益率。表 13-5 显示了在投资者感到幻灭的时代里收益率的变化情况。

表 13-5 2000 年 4 月～2009 年 3 月股票和债券收益率 (%)

股票	初始股利收益率	1.2
	盈利增长率	5.8
	估值变化（市盈率增长）	-13.5
	年均收益率	-6.5
债券	初始收益率	7.0
	利率上升造成的影响	-0.6
	年均收益率	6.4

13.7 未来收益的障碍

那么，未来如何呢？你如何判断未来数年金融资产的收益率呢？尽管我仍然确信谁也不能预测证券市场的短期变动趋势，但我的确相信对于投资者可以期望的金融资产长期收益率的可能范围，还是有可能做出估测的。但若预计在 21 世纪头几十年，渴望像 20 世纪 80 年代和 90 年代那样，股票和债券带来两位数的丰厚收益率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐怕也不切实际。

那么，长期收益率的合理预期值是多少呢？我过去使用的分析方法，现在仍然可以使用。我将说明截至2010年年底的长期收益率预测情况。读者可以使用与预测期相对应的适当数据，进行相似的预测计算。

先看一看债券市场。截至2010年年底，对于长期债券持有者将获得的收益率，我们可以形成一个相当清晰的认识。优质公司债券投资者若将债券持有到期，可以获得5%～6%的收益率。长期零息国债投资者持有到期的收益率为4%左右。买入并持有长期TIPS债券（防通胀国债）的投资者，将获得2%的实际收益率（扣除通货膨胀率之后的收益率）。假设每年的通货膨胀率在2%上下浮动，政府债券和公司债券将为投资者提供正的收益率。因此，在新世纪之初，债券应该还是一种可以使用的投资工具。但要记住，这些收益率与20世纪60年代以来的水平相比低了不少。此外，如果通货膨胀加速上升，利率上涨，债券价格便会下跌，债券收益率甚至还要低。

截至2010年年底，我们可以为普通股预测出什么样的收益率呢？我们至少可以对股票收益率的前两个决定因素做出合理估计。我们知道标准普尔500指数2010年的初始股利收益率大约为2.5%。我们可以合理地假设盈利增长率在长期内为5%～5.5%，这一增长率与通货膨胀受到抑制时期的历史增长率相一致，也与2010年年底华尔街券商所做的估计值相似。将初始股利收益率与盈利增长率相加，我们得到标准普尔500指数的总体预测收益率每年为7.5%～8%，这比债券收益率高，但比1926年以来股票长期平均收益率又稍低一些，后者大约为9.8%。这个预测收益率大大低于18%的收益率，那是20世纪末精神焕发的时代股票持有者所获得的收益率。

当然，在短期内，股票收益率的主要决定因素将是股票在市场上发生的估值变化，也就是市场上市盈率的变化。在此，我必须重提我在第11章得出的结论：没有任何预测估值变化的统计方法是可靠的。我猜想，即使是万能的上帝，也不知道现在市场的“合适”市盈率该是多少，也不能预测市盈率的未来变化。从根本上说，估值变化是无法预测的。因此，我们所能做的，只能是在假设估值关系不变的情况下，估计市场可能会给我们带来什么样的收益率。这个数字很可能非常接近我在上面得出的7.5%～8%的估计值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，投资者应该问一问自己，2010 年年底的市场估值水平是否会现实地维持下去。2010 年年底的市盈率在 15 倍左右，比历史长期平均值略高一点。但 2.5% 的股利收益率比 4.5% 的历史平均值低得多。

无可否认，市场利率和通货膨胀率在 2010 年都相当低。当市场利率（以及通货膨胀率）低时，稍高一些的市盈率和低些的股利收益率便是合理的。但我们不能简单地假设市场利率总会如此之低，通货膨胀率总会如此温和。

20 世纪 60 年代中期，我们最聪慧的经济学家曾声称通货膨胀（当时为 1%）已经消亡，甚至经济活动中出现的小波动也能轻易抵消。记住这件事大有好处。另外，也要记住，在 20 世纪 90 年代初，财经媒体连篇累牍地发表各种报道鼓吹日本经济体系和管理技术所创造的奇迹，坚持认为日本股市令人吃惊的高倍市盈率合情合理。而 2001 年 9 月 11 日发生的恐怖事件，提醒我们是生活在一个危险而不稳定的世界，同时也说明投资者若要接受拥有股票的风险，应该期望获得有意义的风险溢价，这是非常合理的。出乎意料之事常会发生。

关键的一点是，不要带着“后视镜”来投资。不要按照过去的收益率简单地预测新千年的收益率。在股利收益率为 2.5% 左右的情况下，我们对股票市场收益率所能做的最可能的估计是，在较长时期内总收益率将在数值较高的个位数水平上。

我预测股票长期收益率处于数值较高的个位数水平，这是否意味着在任何特定时期，预计市场都会有这样的收益率呢？当然不是！记住，我们曾经历过一些历时相当长的时期（如 21 世纪的最初十年），在这些时期，普通股提供了负数的收益率。如果你预期投资期限只是十年或更短，谁也不能准确地预测出你将获得多高的收益率。

作为华尔街上的一个随机漫步者，我不相信谁能预测短期内股票价格的变动趋势，也怀疑谁因为能做到这一点财务境况或许才会更好些。这让我想起了精彩的老广播系列剧《我爱神秘之事》（*I Love a Mystery*）中我最喜欢的一个片段。这个诡异的故事讲的是一个贪婪成性的股市投资者。他希望获准提前 24 小时看到载有股票价格变动信息的报纸，只要看一次就行。借助神秘的魔力，他的愿望得到了满足，黄昏的时候，他收到了报纸第二天的晚刊。他紧张狂乱地通宵忙碌着，计划第二天上午一早就买入股票，在下午很晚的时候再卖出股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样可以保证他在股市大赚一笔。后来，他读到报纸上其他内容，兴高采烈之情一下子消失了，因为他偶然看到了自己死亡的讣告。第二天早上，他的仆人发现他已撒手人寰。

很幸运，我接触不到来自未来的报纸，所以我不能告诉你在未来某个特定时期股票和债券价格将有怎样的表现。不过，我仍然坚信，这里为你提供的债券和股票的适度长期收益率估计值是为进入21世纪后几十年内制订投资计划所能做出的最为合理的估计值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章
Chapter 14

生命周期投资指南

人这一生有两种时候不应该投机，一种是担当不起的时候，一种是担当得起的时候。

——马克·吐温

《赤道环行记》（*Following the Equator*）

一把钥匙开一把锁，一个琴键定一个音。一个人必须根据其生命周期的不同阶段来制定不同的投资策略。一个 34 岁的人与一个 64 岁的人，为退休后生活进行储蓄投资时，应该使用不同的金融工具来实现自己的目标。34 岁的人——刚开始迈入赚取薪金收入的高峰岁月，可以利用工资来弥补风险增加所招致的任何损失。与之相比，64 岁的人——可能会依靠投资收入来补充或替代薪金收入，却不能去冒招致损失的风险。即使是同样的投资工具，对于不同的人也有着不同的意义，这取决于每个人的风险承受能力。尽管 34 岁的人与 64 岁的人都可能投资于银行定期存单，年轻者之所以这样做，可能是出于规避风险的态度，而年长者则可能是因为接受风险的能力已经下降。就可以承担何种程度的风险而言，处在前者的地位，一个人就拥有较多的选择，而在后者的处境之下，一个人便没有多少选择余地。

在一生的不同年龄段，你做出的最为重要的投资决策，很可能是如何平衡资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类别，也就是说如何确定股票、债券、房地产、货币市场证券等资产类别在投资组合中的权重。罗杰·伊伯森（Roger Ibbotson）将毕生精力用于测量各种不同投资组合带来的收益，据他研究，在投资者获得的总收益中，有 90% 以上的收益取决于选择什么样的资产类别，以及这些资产类别在投资组合中所占的比例。由投资者选择哪些具体股票或共同基金所决定的投资收益，不到总收益的 10%。在本章里，我会告诉你，无论你对风险持有何种厌恶态度——也就是不管你在“吃得好抑或睡得香”测量表中处于什么位置，你的年龄、工作带来的收入以及生活中各种具体责任义务，都对你确定投资组合内资产构成方式起着重大作用。

14.1 资产配置五项原则

我们只有在心中铭记一些基本原则，才能为资产配置决策提供一个合乎理性的基础。在前面的一些章节中，我们已隐隐约约地触及一些资产配置原则，但在此清楚明确地提出来，对投资者应该会大有帮助。这些关键原则包括以下几点。

（1）历史表明，风险与收益相关。

（2）投资普通股和债券的风险，取决于持有投资品的期限长短；投资者持有期限越长，投资收益的波动性便会越小。

（3）定期等额平均成本投资法虽有争议，但可以作为降低股票和债券投资风险的一个有用方法。

（4）重新调整投资组合内资产类别的权重，可以降低风险，在某些情况下，还可以提高投资收益。

（5）必须将你对风险所持有的态度与你承担风险的能力区分开来。你承担得起的风险取决于你的总体财务状况，包括你的收入类型和收入来源，但不包括投资性收入。

14.1.1 风险与收益相关

要想增加投资回报，只能通过承担更大的风险来实现。你可能听腻了这句话，但在投资管理方面，再也没有什么教训比这句话更加重要了。这条基本的理财法则已得到数个世纪历史数据的支持。表 14-1 总结了伊伯森提供的数据，这些数据正说明了这一观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14-1 1926～2009 年基本资产类别年均总收益 （%）

资产类别	年均收益率	风险指数（收益率年波动率）
小型公司普通股	11.9	32.8
大型公司普通股	9.8	20.5
长期政府债券	5.4	9.6
美国短期国债	3.7	3.1

显而易见，普通股提供了非常丰厚的长期收益率。有人做过估计，假如乔治·华盛顿[⊖]仅仅从他担任总统所得的第一笔工资中存下 1 美元，并将这 1 美元投资于普通股，那么凭借这笔微不足道的投资，到 2010 年时，他的继承人中百万富翁的人数便会多出十倍以上。罗杰·伊伯森估计，自 1790 年以来，普通股每年提供的复合收益率超过了 8%（如表 14-1 所示，自 1926 年以来，普通股收益率甚至还要丰厚，大型公司普通股每年带给投资者的回报几乎达到了 10%）。但是，投资者是冒着很大的风险，才获得了这样的收益率；每十年中，大约有三年的总收益率是负数。所以，当你追求更高的收益率时，千万别忘了常言道："天下可没有免费的午餐。"更高的风险是你获取更高的收益必须付出的代价。

14.1.2 你投资股票和债券的实际风险取决于你的投资持有期限

你的"定力"，也就是你坚守投资的时间长短，在你为做出任何投资决策而实际承担的风险中起着至关重要的作用。因此，在确定如何配置资产时，你所处的生命周期阶段便成为一个关键因素。下面让我们看看你的投资持有期长短为何在决定你的风险承受能力时如此重要。

我们在表 14-1 中看到，在长达 83 年的时间里，长期政府债券提供了平均为 5.4% 的年收益率。不过，风险指数显示，在任何一年里，实际收益率可能远远偏离年均收益率。的确，在很多单个年份里，长期政府债券的实际收益率是负数。在 21 世纪头十年的早期，你可以投资利率为 5.25% 的 20 年期美国国债，如果你正好持有 20 年，你将获得的收益率正好是 5.25%。问题在于，如果你一年后发现不得不卖出债券，那么你获得的收益率可能是 20%，也可能是 0，甚至你不走运，如果市场利

⊖ 乔治·华盛顿，生卒年 1732—1799，于 1789～1797 年任美国总统。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率大幅上升，现有债券的价格下跌以适应新的更高市场利率，你便可能遭受很大的资本损失。我想现在你该明白，为什么你的年龄以及能否坚守投资计划如此重要了，因为这会决定任何具体的投资计划所蕴涵的风险大小。

那么，投资普通股会怎样呢？投资股票的风险也可能随着持有时间延长而降低吗？答案是肯定的，但有条件。如果你采用长期持有的计划，并且无论市场涨跌与否，都坚持执行这一计划（即前面一些章节中讨论的买入持有策略），你便可以消除普通股投资中很大一部分风险（但并非全部风险）。

图 14-1 所包含的信息抵得上千言万语，因此我只需对我的观点做一下简单解释。请注意，倘若你在 1926 年一直到 2009 年年底这一期间持有一个多样化的股票组合（比如标准普尔 500 股票指数），那么平均而言，你会获得一个非常丰厚的收益率，大约每年为 10%。但是，对于一个夜晚难以入睡的投资者来说，收益率的波动范围确实太大了；一年当中，一个正常的股票组合带来的收益率可能超过 52%，而在另一年，这个组合的亏损率可能达到 37%。很显然，在任何一年都不能保证可以获得相当好的收益率。如果你手上的资金只能投资一年，那么一年期的美国国债或由美国政府担保的一年期银行定期存单就是你最好的投资选择。

但是，请注意图 14-1 上的变化，如果你在 25 年里捂住普通股投资，那会怎样呢？虽然实现的收益率有些波动，这取决于投资在哪些具体的 25 年时段，但收益率的波动不大。平均来说，在图 14-1 所涉及的全部 25 年时段内，普通股投资都产生了 10% 以上的收益率。即使你碰巧在收益率最糟糕的自 1950 年起的 25 年时段内进行投资，预期长期收益率也只是下降了大约 3 个百分点。正是因为存在这一基本事实，从生命周期的角度思考投资才显得如此重要。你能够坚守投资品的时段越长，普通股在你的投资组合中占有的份额应当越高。一般说来，只有当你能够在相对较长的时段内持有普通股，你才有理由确信你能获得普通股可以提供的丰厚收益率。[⊖]

⊖ 从技术上讲，通过延长持有期可以降低风险这一研究发现，是建立在第 11 章描述的“均值回归现象”（mean-reversion phenomenon）的基础之上的。有兴趣的读者可以查阅保罗·萨缪尔森发表于《投资组合管理》（*Journal of Portfolio Management*）杂志 1989 年秋刊上的一篇文章：《理性投资组合管理的经济学判断》（*The Judgment of Economics Science on Rational Portfolio Management*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

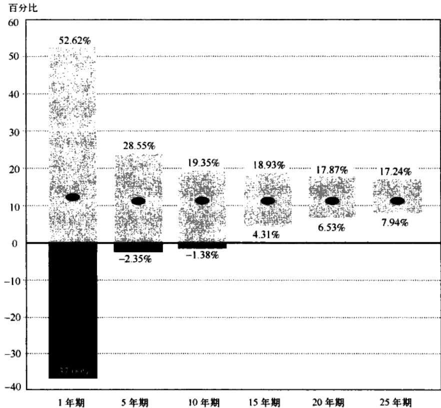


图 14-1 不同时段内普通股年收益率范围（1950 ~ 2009 年）

注：图中实心椭圆点代表各种时段产生的年均收益率。

在二三十年的投资时段内，总体而言，股票显然是赢家。这些数据进一步支持了我的建议：年龄较小的人相比于年龄较大的人，应该在投资组合中持有更大比例的股票。

表 14-2 股票战胜债券的概率（自 1802 年以来股票收益超过债券收益的时段百分比）（%）

投资时段	股票表现优于债券的时段百分比
1 年期	60. 2
2 年期	64. 7
5 年期	69. 5
10 年期	79. 7
20 年期	91. 3
30 年期	99. 4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在此并非想说，在长期持有的时段中，股票没有风险。毫无疑问，你持有股票的时间越长，投资组合最终价值的变动性就会上升。此外，我们知道投资者也曾经历过十年间普通股总体收益接近于零的情形。但是，对于有些投资者其持有期能以 20 年以上的时间来衡量，普通股提供的收益率便很可能高于安全的债券，甚至高于由政府担保的储蓄账户；对于其中把股利用于再投资的投资者，甚至通过定期等额平均成本法增加所持投资的投资者，普通股更有可能带来很好的收益。

最后，投资者之所以随着年龄的增长，投资应逐渐趋向保守，最重要的原因或许在于在未来岁月里他们赚取劳动收入的年限越来越短。因此，倘若股票市场遭遇一段收益率为负的时期，他们便不能指望薪金收入来让自己的生活维持下去。股票市场的行情反转可能会直接影响个人的生活水准，而债券提供的较稳定的——哪怕是较小的收益率，却代表了更加谨慎的投资立场。所以，在年长者的投资组合中，股票所占的比率应该更小。

14.1.3 定期等额平均成本投资法可以降低股票和债券的投资风险

如果你像多数人一样，随着储蓄的逐年增加，渐渐建立起自己的投资组合，那你实际上就是在利用定期等额平均成本投资法。这种方法虽然尚有争议，但的确可以帮助你免予冒险，使你不至在错误的时间，将所有资金投资于股市或债市。

这个名称听起来很花哨，不要为此感到心慌。其实，定期等额平均成本投资法不过就是在长期里按相同的间隔期，比如每个月或每个季度，将固定金额的资金用于投资，比如购买共同基金的份额。定期把等额资金投资于普通股，可以减少（但无法避免）股票投资的风险，因为这可以确保你不会在股票价格暂时过高时买入整个股票组合。

在表 14-3 中，我们假定每年投资 1 000 美元。在第一种市场情形下，投资计划开始实施之后，市场便立即出现了下跌，然后市场急剧上涨，最后又再次下跌，到第五年时正好跌回刚开始时的价位。在第二种情形下，市场不断上涨，最后价位涨到升幅为 40% 的高度。虽然两种情形下都投资了 5 000 美元，但在波动型市场中，投资者最终获得了 6 048 美元——收益为 1 048 美元，非常可观——即使股市最终又回到了最初的起点。在第二种情形中，虽然市场每年都在上涨，最终涨幅达 40%，但投资者的最终价值却只有 5 915 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14-3 定期等额平均成本法示例 （单位：美元）

投资期间	波动型市场 投资额	波动型市场 指数基金价格	波动型市场 所购份额数（份）	上升型市场 投资额	上升型市场 指数基金价格	上升型市场 所购份额数（份）
第 1 年	1 000	100	10	1 000	100	10
第 2 年	1 000	60	16.67	1 000	110	9.09
第 3 年	1 000	60	16.67	1 000	120	8.33
第 4 年	1 000	140	7.14	1 000	130	7.69
第 5 年	1 000	100	10	1 000	140	7.14
投资总额	5 000			5 000		
所购份额总数			60.48			42.25
平均每份投资成本	82.67（5 000/60.48）			118.34（5 000/42.25）		
最终价值	6 048			5 915		

对于这种投资方法，沃伦·巴菲特清晰明了地给出了其存在的基本依据。在一篇公开发表的文章中，他这样写道：

> 有一个小测验。如果你计划终身吃汉堡包，并且你不是一个菜牛养殖商，那么你会希望牛肉价格更高还是更低呢？同样的道理，如果你有时会打算买一辆车，而你又不是汽车制造商，那么你会喜欢汽车价格较高还是较低呢？显然，这些问题都是不言而喻的。
>
> 但是，现在进行期末考试。如果在接下来的 5 年里，你预期是一个净储蓄者，那么在此期间，你会希望股票市场价格更高还是更低？很多投资者都回答错了这个问题。即使在未来多年里他们都是股票净买入者，当股价上涨时，他们欢欣鼓舞，当股价下跌时，他们抑郁消沉。实际上，他们之所以兴高采烈，是因为对于自己不久将要购买的"汉堡"来说，价格已经上涨了。这种反应是不明智的。只有那些准备近期卖出股票的人，看到股价上涨，才应该高兴。未来可能购买股票的人，应该非常喜欢股价下跌才对。

定期等额平均成本投资法并非是消除普通股投资风险的万全之策。像在 2008 年这样的时候，你的 401（k）储蓄投资计划，不会因为使用了此种投资方法就可以避免出现价值暴跌，因为哪种计划也不能保护你免受惩罚性大熊市的影响。而且，即使在最暗无天日的时候，你也必须要有现金，也要有信心去继续做定期投资。无论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财经消息多么吓人，也不管乐观情绪的迹象多么难以看到，你都不要中断这种投资方法的“自动导航”功能。因为你若这样做了，便会丧失一种好处，也就是在市场急剧下跌之下，基金份额以很低的价格抛售时，你至少可以买入一些份额。定期等额平均成本投资法会让你捡到便宜，因为你的基金份额的平均价格会低于你购买时的均价。为何如此？因为在份额价格低时，你会买到更多的份额，而在份额价格高时，你买到的份额数量便会较少。

有些投资顾问不是定期等额平均成本投资法的粉丝，因为如果市场径直往上涨，这种投资策略并非最优选择（倘若在这个为期5年的时段一开始，你便把5 000 美元全都投进去了，那么你的财务境遇会更好）。但是，它的确提供了一份相当好的“保单”，可以使你免受未来股市行情糟糕时带来的冲击。此外，这种策略确实会让随不当行动而来的悔恨之情减至最低，比如说，如果你非常不幸，在2000 年 3 月或2007 年 10 月这样的市场最高点时，把所有资金都投入了股市，你之后必然会懊悔不迭。为了进一步说明定期等额平均成本投资法的益处所在，我们丢开假想的情形，来看一个真实的例子。表 14-4 显示了 1978 年 1 月 1 日首期投入 500 美元，随后每月投入 100 美元购买先锋 500 指数基金份额所获得的投资结果（不计税款）。共有不足39 000 美元的资金投入该项计划，最终价值超过 265 000 美元。

表 14-4 用定期等额平均成本法投资先锋 500 指数基金示例

截止日期：12 月 31 日	累计投资总成本（美元）	所持份额总价值（美元）
1978	1 600	1 699.26
1979	2 800	3 273.66
1980	4 000	5 755.25
1981	5 200	6 630.16
1982	6 400	9 487.21
1983	7 600	12 783.16
1984	8 800	14 863.80
1985	10 000	20 905.05
1986	11 200	25 934.97
1987	12 400	28 221.32
1988	13 600	34 079.49
1989	14 800	46 126.09
1990	16 000	45 803.07
1991	17 200	61 009.59
1992	18 400	66 816.94
1993	19 600	74 687.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

截止日期：12 月 31 日	累计投资总成本（美元）	所持份额总价值（美元）
1994	20 800	76 779.25
1995	22 000	106 944.33
1996	23 200	132 767.97
1997	24 400	178 217.41
1998	25 600	230 619.41
1999	26 800	280 564.59
2000	28 000	256 271.48
2001	29 200	226 622.13
2002	30 400	177 503.25
2003	31 600	229 523.84
2004	32 800	255 479.22
2005	34 000	268 932.69
2006	35 200	312 317.65
2007	36 400	330 350 05
2008	37 600	208 940.55
2009	38 800	265 755.99

当然，谁也不能肯定以后几十年还会提供与过去一样的收益。但表 14-4 的确说明持续不断地遵循这种投资方法有可能获得巨大的潜在收益。不过也要记住普通股价格存在着长期上升的趋势，所以如果你需要投资一大笔钱，比如一份遗产，这种方法未必一定适合。

如果有可能，要保留一小笔储备资金（先投资于货币基金）；若市场急剧下跌，便可以用这笔资金趁机额外买入一些基金份额。我这样说，压根儿不是在建议你试图预测市场变化。不过，在市场暴跌之后，通常是买入的好时机。就像希望和贪婪的心态有时可以通过自我反馈而产生投机性泡沫一样，悲观和绝望的情绪也会导致市场恐慌。最严重的市场恐慌与最病态的投机性暴涨一样都是没有根据的。就股市整体而言，牛顿万有引力定律一直以来总是以相反的方式演绎着：下跌后必然会涨回来（不过，这未必适用于个股）。

14.1.4 重新调整资产类别权重可以降低风险，还可能提高投资收益

有一种非常简单的投资策略，称为重新调整投资组合内资产类别权重。使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种策略可以降低风险，在某些情况下，甚至可以提高投资收益。简而言之，这种策略就是对已投资于不同资产类别（如股票、债券等）资产的比例加以调整，使之重新达到与你的年龄以及你对风险的态度和承受能力相适应的比例。假设你认定自己的投资组合应该由60%的股票和40%的债券构成，并且在投资计划执行初期，你将资金按这样的比例在两类资产中进行分配。但一年之后，你发现自己持有的股票已大幅上涨，而所持债券却下跌了，投资组合从而变成了股票占70%、债券占30%的情况。70:30这样的构成比例与最适合你风险承受力的构成比例相比是一个风险更大的配置比例。为了使配置比例重新回到60:40，重新调整资产类别权重这一策略便要求你卖出一些股票（或股票型共同基金），同时买入一些债券。

表14-5显示了在截至2009年12月的14年时间里，重新调整资产权重策略所取得的投资效果。每年（一年调整不超过一次）资产配置比例都重新回到60对40的状态。资金投资于成本低廉的指数基金。如表14-5所示，通过运用重新调整资产权重策略，该投资组合市场价值的波动率得以显著降低了。此外，这一策略也提升了该投资组合的年均收益率。倘若不进行重新调整，该投资组合经过14年之后的收益率便是8.76%。重新调整资产权重策略将年收益率提高到了10.07%，同时波动性也更小了。

表14-5 重新调整资产权重的重要性（1996年1月~2009年12月） （%）

	年均收益率	风险（波动率）①
60%的罗素3 000股票和40%的巴克莱总体债券②	10.07	11.84
每年调整一次60%的罗素3 000股票和40%的巴克莱总体债券不做调整	8.76	13.12

注：在此14年间，每年重新调整一次资产权重，使得投资组合的波动性变得更小，也带来了更高的收益率。

① 收益率标准差。

② 股票由一只罗素3 000整体股市指数基金代表，债券由一只巴克莱整体债市指数基金代表。（不考虑纳税）。

究竟有何种“炼金术”使每年年底采用这一策略的投资者得以提高自己的收益率呢？我们回想一下这段时间股票市场发生了什么变化。到1999年年末，股票市场经历了一次史无前例的泡沫行情，股票价格已大幅飙升。投资者重新调整资产配置时，并不知道市场不久便会见顶，但的确注意到投资组合中的股票权重因股价飞涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经远远超过了60%的目标比例。因此，投资者卖出足量股票（并买入足量债券），以便资产配置比例恢复到最初的水平。然后，在2002年年末，正当股票市场处于熊市底部时（此时债券市场已产生了很大的正收益率），投资者发现股票所占份额已大大低于60%的比例，而债券所占份额已大大高于40%。于是，根据重新调整资产权重策略，投资者卖出一些债券，买入一些股票。同样，在2008年年底，股市已大幅下跌，债市已上涨，投资者又卖出一些债券，买入一些股票。我们都希望有个小精灵能可靠地告诉我们如何“低买高卖”，而对资产权重进行系统性调整的策略，不啻是我们所拥有的那个可信的精灵。

14.1.5 将你对风险所持有的态度与你承担风险的能力区分开来

我在本章开头便提到适合你的投资品种在很大程度上取决于你的非投资性收入来源。在通常情况下，你在投资之外的赚钱能力以及由此而产生的风险承受能力与你的年龄密切相关。我举三个例子可以帮助你理解这一观点。

米尔德莱德G.是一位新寡的64岁女士。由于关节炎日益恶化，她不得不放弃了注册护士的工作。在伊利诺伊州荷姆伍德市，她有一所不太大的房子，抵押贷款尚未付清。抵押贷款是以相对较低的利率获得的，但她每月的还款金额还是颇大的一笔支出。除了社会保障署按月支付的福利金之外，米尔德莱德的全部生活来源有两部分：一部分是作为受益人她可以得到一份价值25万美元的保单所产生的收益；另一部分是价值5万美元的小公司股票组合，这是她已故丈夫逐渐积累下来的。

显而易见，米尔德莱德承担风险的能力严重受制于自己的财务状况。她既没有平均预期寿命，也没有好体力去赚取投资组合之外的收入。而且，她还得为抵押贷款支付数额可观的固定款项。倘若投资组合出现亏损，她将无力弥补损失。米尔德莱德需要的投资组合应该由安全的投资品种构成，可以产生足够的收入。债券和股利丰厚的股票，比如房地产投资信托指数基金的份额是较为合适的投资品种。而风险较大的增长型小公司股票（经常不分配股利）——无论其价格多么有吸引力都不属于米尔德莱德投资组合中的应有之物。

蒂芬尼B.年仅26岁，是一位奋发向上的单身女性，她刚获得斯坦福大学商学院的工商管理硕士学位，参加了美国银行的培训计划。她从祖母的全部财产中刚继承了一笔5万美元的遗产。她的目标是建立一个颇具规模的投资组合，好让自己在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以后的岁月里可以购买一座房子，并拥有一笔退休后可使用的资金。

对于蒂芬尼这种情况，你可以大胆地推荐她构建一个激进型投资组合。她既有平均预期寿命，又有面对任何财务损失仍然可以维持生活水准的赚钱能力。虽然蒂芬尼的个性将决定她究竟愿意承担多大的风险，但是很显然，她的投资组合属于风险与收益对应范围中更加偏向高风险高收益的那一端。米尔德莱德持有的小型公司股票组合，对于一个无法工作的64岁孀妇来说，远远没有对于蒂芬尼来得更合适。

我在本书第9版中举了卡尔 P. 的例子，他43岁，是通用汽车公司位于密歇根州庞蒂亚克市一处工厂的一名工长，年收入7万多美元。他的妻子琼推销雅芳产品，年收入1.25万美元。卡尔夫妇有4个孩子，最小的6岁，最大的15岁。卡尔和琼希望看到每个孩子都能上大学。他们意识到让孩子上私立大学很可能超出了自己的经济实力，但他们的确希望让孩子在优秀的密歇根州立大学系统内接受教育能行得通。幸运的是，卡尔一直在通过通用汽车公司的薪资储蓄计划进行定期储蓄，他选择购买通用汽车股票执行这一计划，他已积累了价值21.9万美元的通用汽车股票。卡尔还有一座大小适中的房子，已拥有了很大一部分房子的产权，只剩下少量抵押贷款尚未还清。此外，他没有其他资产。

我曾经指出卡尔和琼的投资组合很有问题。他们的收入和投资都绑在通用汽车身上。倘若出现某种负面情况，导致通用汽车普通股急剧下跌，那么他们投资组合的价值，以及卡尔的生计，都要给毁了。果然，这故事的结局很悲惨。2009年，通用汽车宣布破产。卡尔既丢了工作，也折了自己的投资组合。这并不是一个孤立的例子。要记住，很多安然雇员就以自己的惨痛经历得到了教训——安然倒闭的时候，他们不仅丧失了工作，而且投资于安然股票的所有储蓄也都荡然无存了。在你的投资组合中，永远不要承担与你的主要收入来源相同的风险。

 14.2 根据生命周期制订投资计划的三条一般准则

现在，我已“搭建好了舞台”，为设计生命周期投资计划做好了准备，下面我将向你阐述生命周期投资指南。在本节，我们先看看几个一般准则，这对处于生命中各个不同阶段的多数个人都很适用。在下一节，我会把这几个准则加以总结，融入到投资指南当中。当然，没有任何指南会适合每个人的具体情况。任何比赛计划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都需做些变动以适应具体的比赛环境。这一节审视三条一般准则，将有助于你根据自身的具体情况制订投资计划。

14.2.1 特定需要必须安排专用资产提供资金支持

始终要铭记在心：某一特定需要必须由专门用以满足这一需要的特定资产来提供资金。比如说，假设一对 20 多岁的年轻夫妇正力图逐渐积累起一笔退休储蓄金。那么下一节阐述的生命周期投资指南中给出的建议当然可以满足他们实现这一长期目标的愿望。但是我们再假设这对夫妇预期一年后需要 3 万美元作为首付款来购买一处住房。这笔满足特定需要的 3 万美元应该投资于某种安全性好的证券，且这种证券应在这笔钱需要支出的时候到期，比如，一年期的银行定期存单就可以满足要求。同样道理，如果需要在未来 3 年、4 年、5 年、6 年里支付大学学费，那么所需资金就可以投资于与其支付期限相匹配的零息债券，或者几份到期日不同的银行定期存单。

14.2.2 认清自己的风险忍受度

对于我建议的总体投资指南，需要做出最大个体调整的方面，与个人对风险所持有的态度相关。正是出于这个原因，成功地制订理财计划与其说是一门科学，不如说是一门艺术。总体投资指南极为有用，可以帮助个人确定在不同类别资产中，应该部署多大比例的资金。但是，所推荐的任何资产配置是否真正为你发挥作用，关键还在于你在夜晚是否能安然入睡。风险忍受度是制订任何理财计划时必须考虑的一个重要方面，同时，只有你自己才能评估自己对风险持有什么样的态度。普通股和长期债券投资中所蕴涵的风险，会随着你逐渐积累和持有投资品的期限延长而得以降低，你从这个事实中多少可以获得一些慰藉。不过，当你的投资组合价值在短期内发生相当大的波动时，你必须具有接受这种波动的良好心态。2008 年，股市几乎暴跌了 50%，面对此情此景，你感觉如何？如果因有很大一部分资产投资于普通股，你便惊慌失措，身体备感不适，那么显而易见，你应该削减投资组合中股票所占的比例。因此，在你能接受的资产配置中，主观因素也同样起着举足轻重的作用，你完全可以根据自己的风险厌恶程度对我在下一节提出的那些建议做出调整。

14.2.3 在固定账户中坚持不懈地储蓄，无论数目有多小，必有好结果

在展示资产配置指南之前，还需了解最后一条一般准则。倘若眼下你根本没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何资产可以配置，你该怎么办呢？许许多多财力有限的人都认为攒下一笔数目可观的退休储蓄金是不可能做到的。逐渐积累起数目有意义的退休储蓄金常常似乎是完全不可企及的事。不要悲观绝望。实际情况是，只要你持之以恒地每周储蓄固定数额的钱，比如通过“薪金储蓄计划”或401（k）计划，你迟早总能积累起一大笔钱。每周存下23美元，你负担得起吗？要是为难的话，每周存下11.5美元行吗？如果你能做到，如果你还有很多年可以去工作，那么最终积攒下一大笔退休资金的目标，便可以轻而易举地实现。

表14-6显示了每月存入100美元的定期储蓄计划所带来的结果。这里假定投资收益率为8%的利率。表中最后一列显示了经过不同时段之后这一储蓄计划的累计总值㊀。很显然，哪怕每次只存入很少一点钱，只要定期储蓄，你最终完全可能得到一笔有意义的资金，即使对那些起步时一点储蓄金也没有的人，也同样如此。如果你一开始就能在储蓄账户中存入几千美元，那最终的数额将会显著增加。

表14-6 如何建立退休储蓄金：每月投资100美元、年收益率为8%（每月计算复利）的投资结果 （单位：美元）

年　份	累计投资	每年收入	累计收入	累计总值
第1年	1 200	53	53	1 253
第2年	2 400	157	210	2 610
第3年	3 600	270	480	4 080
第4年	4 800	392	872	5 672
第5年	6 000	524	1 396	7 396
第10年	12 000	1 368	6 414	18 414
第20年	24 000	4 501	35 284	59 284
第30年	36 000	11 422	113 594	149 594

如果你每月只能储蓄50美元，也就是每周储蓄11.5美元稍多一点，把表中的数字除以2就行了；如果你每月能储蓄100美元，就将表中的数字乘以2。不过，你需要挑选不收手续费的共同基金来积累你的退休储蓄金，因为直接进行这些小额投资恐怕成本会高得让你望而却步。而且，共同基金还可以让你将利息或股利与资本利得自动转为再投资，表14-6便是以此为假设前提的。最后，检查一下，搞清楚你

㊀ 我假定这些储蓄可以通过个人退休金账户（IRA）或其他有税收优惠的储蓄工具进行，所以利息收入税在此忽略不计。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的雇主是否为雇员提供与此相匹配的储蓄计划。显然，如果通过公司赞助的退休储蓄计划进行储蓄，你就可以把自己的储蓄与公司替你出资的储蓄并在一起，同时还享有税收抵扣的好处，这样一来，你的退休储蓄金增长速度将快得多。

14.3 生命周期投资指南

图 14-2 概括了生命周期投资指南。在犹太教法典《塔木德》（*Talmud*）中，以撒教士（Rabbi Isaac）曾经说过，一个人应该永远将自己的财富分成三个部分：1/3 用来购买土地、1/3 用来购买商品（经营生意）、1/3 放在手头随时可用（做流动资金）。这样的资产配置是颇有道理的，但我们现在拥有更加完备的金融工具，对因人而异进行适宜的资产配置所需考虑的因素也理解得更为透彻，所以我们可以改进这个历史久远的理财建议。生命周期投资指南背后的一般思想在上文已做了详细说明。对于 20 多岁的年轻人，我建议他们采用激进型投资组合。处在这个年龄段的人来日方长，可以安然渡过一个个投资周期的波峰和浪谷，也有很多时间去工作挣钱。这种投资组合不仅持有权重很大的普通股，还包含大比例的外国股票，其中包括风险较高的新兴市场股票。第 8 章已说过，国际多样化的一大优势便是可以降低风险。另外，即使全球市场会变得越来越密切相关，国际多样化也能使投资者分享到世界其他地方经济增长带来的益处。

随着投资者年岁渐增，他们应开始削减风险较大的投资，同时增持债券和股利支付丰厚的股票，如房地产投资信托等。年届 55 岁时，投资者应该考虑如何逐渐向退休过渡，并开始将投资组合转向收入导向型配置。投资组合中债券所占比例增加；所持股票更趋保守，更多地关注带来多少收入，更少地着眼增长性。投资者退休之后，我推荐他们在投资组合中高比例持有多种债券。过去有个一般性的经验法则说，投资组合中债券所占比例应该与投资者年龄相等。不过，即便投资者年近七旬，我还是建议他们在投资组合中保有 40% 的一般股票和 15% 的房地产权益（房地产投资信托）[⊖]。这样便可带来一些收入增长，抵御通货膨胀。的确，自从 20 世纪 80 年代

⊖ 这里所说的“一般股票”就是我们平常所提的“股票、普通股”，“房地产投资信托”属于广义股票类。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我首次提出这些资产配置方案以来，人们的平均预期寿命已大为提高，因此，我也相应增加了股票所占比重。

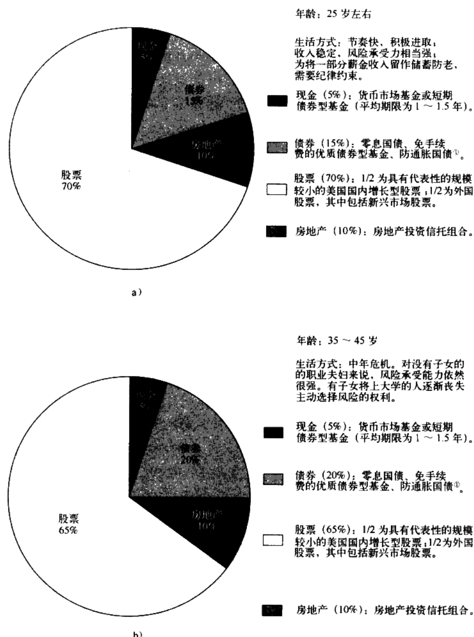


图 14-2 生命周期投资指南

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

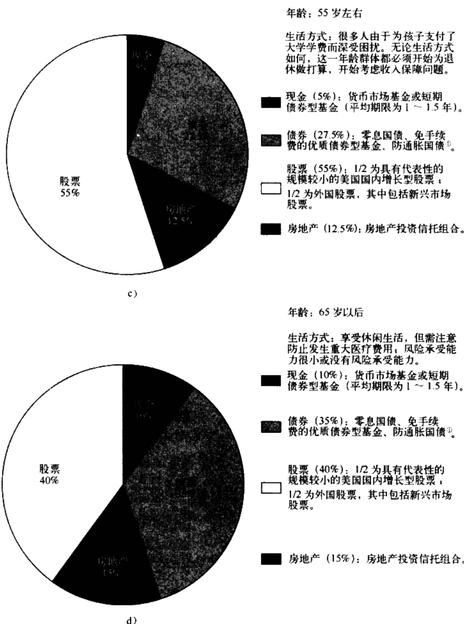


图 14-2 （续）

① 如果债券在有税收优势的退休金计划之外持有，应当使用免税债券。

就多数人而言，我建议投资者构建投资组合时，应使用涵盖范围广泛的整体股市指数基金，而不要选择个股。我这样建议出于两个理由。首先，多数人都没有足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够多的资本进行适当的多样化投资。其次，我注意到多数较年轻的人没有大量资产，他们得靠逐月投资渐渐积累起投资组合。这样一来，共同基金几乎成了必须利用的工具。你不一定要使用我建议的指数基金，但一定要确保你购买的任何共同基金都是真正“不收手续费”成本低廉的基金。你也注意到了，我在投资指南中清楚明确地提到了房地产。我在前面的内容中曾说过，每个人都应力图拥有属于自己的房产。我认为每个人都应持有一定数量的房地产投资，你的股权投资中应有一部分以第12章描述的房地产投资信托指数共同基金的形式加以持有。至于你持有的债券投资，生命周期投资指南推荐你使用应税债券。不过，如果你身处最高税收等级，并且居住在像纽约这样的高税率州，同时你在退休金计划之外持有债券，那么，我建议你使用免税货币基金，也建议你使用债券型基金，这类债券型基金必须只投资于你所在州发行的债券，这样你既可以免交联邦税，也可以免交州税。

14.4 生命周期基金

随着自己渐渐变老，你想避免调整投资组合的麻烦吗？投资于不同资产类别的资产在组合中所占的比例，因市场行情的涨跌起伏而发生变动，你不想费心费力每年重新调整一次资产比例吗？21世纪已有一种新型金融产品开发出来了，可以满足这种设定投资计划后便想将之抛诸脑后的投资者。这种产品被称为“生命周期基金”，它会自动重新调整你的资产权重，并且随着你的年龄增长，会使投资组合逐渐转向更加安全的配置比例。就个人退休金账户、401（k）计划以及其他退休金计划来说，生命周期基金用处极大。

你先选定一个你预期将退休的日期，然后挑选一只特定的符合要求的生命周期基金。比如说，假设今年是2015年，你40岁，计划70岁退休。在这种情况下，你应该购买一只“目标到期日2045年”的生命周期基金。今后的投资可以放在这同一只基金当中。基金每年会重新进行一次资产权重调整，并且其中的股票投资随着时间推移逐渐趋向保守。大型综合性共同基金公司，如先锋、富达（Fidelity）、美国世纪（American Century）、普信（T. Rowe Price）等，都提供生命周期基金产品。在这些公司的网站上，你可以查到它们提供的不同期限和不同资产配置的详细信息。有些投资者寻觅最简单易行的途径来管理自己的退休储蓄金，对他们而言，生命周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期基金的"自动导航"性能具有一种"用户友好"的特色，使用起来非常方便。不过，在申请购买之前，别忘了手续费收取情况。收费低意味着你口袋里会拥有更多的钱，你可以享受更加舒适的退休生活。

14.5 退休之后的投资管理

婴儿潮一代中最年长的人出生于 20 世纪 40 年代后期，他们已到了退休年龄。根据美国人口普查局的预测，婴儿潮一代将有 100 多万人活到 100 岁以上。就典型情况而言，一个 65 岁的人大约拥有 20 年的平均预期寿命。所有退休人士中会有一半人活得比平均预期寿命更长久。然而，多数婴儿潮一代人士并未慎重地考虑本书提出的一些建议，未能给自己的退休生活备下充足的储蓄。美国一直是个注重消费的国家，而不是个注重储蓄的国家。鉴于联邦政府长期以来的预算状况，我们不能指望政府能帮助我们摆脱困境。

为退休生活而做的准备不够充分

根据美联储所进行的一项消费金融调查，一般的美国家庭在银行里都没什么钱，信用卡债务倒是不少。拥有某种退休金账户的美国人不到一半，而确实拥有账户的美国人，在账户中持有的资金大约为 3.5 万美元。虽然较年长的美国人（年龄在 55 ~ 64 岁）拥有的平均金额是这一数字的两倍，但这样的平均金额恐怕并不足以替代他们退休后 15% 以上的家庭收入。这一局面非常不容乐观。对很多美国人来说，生命中的黄金岁月很可能极为暗淡无光。接近退休的婴儿潮一代，若希望避免依靠微薄的定量配给，在只能使用冷水的公寓里生活，仅有两个切合实际的选择：要么开始严肃认真地储蓄，要么"咸鱼翻身"，早点离开人间。亨尼 · 扬曼（Henny Youngman）[㊀] 过去常常说："只要下午 4 点之前死掉，我要花多少钱就有多少钱。"

对于身处上文所描述境况的投资者，我没有任何容易省事的答案可以提供。你别无选择，你只能在应该退休的年龄还得工作几年，而且还得控制生活开销，竭尽所能多存钱。不过，即使对你这样的处境，也有令人乐观的一面。多亏有了互联网，

㊀ 亨尼 · 扬曼，1906—1998，从事单人说笑表演的喜剧演员，被誉为"俏皮话之王"。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许许多多的非全职工作可以让你在家里完成。而且，退休后能继续工作对身心也都有益处。有些工作可做的人更会感觉到自身的价值，更会感觉到与外界还一直保持着联系，同时也会更加健康。实际上，我倒是建议每个人都尽量推迟退休，并且推迟到退休足龄才开始领取社会保障福利金，以使今后每年领取的福利金达到最大化。只有对于那些健康状况很差因而预期寿命很短的个人，我才会建议他们在能开始领取福利金的最早年龄便开始领取。

14.6 如何投资退休储蓄金

如果你先知先觉，已为退休后的生活做了储蓄，那么，你应该采取什么样的投资策略，才会有助于确保你的钱与你活得一样长久呢？有两个基本的选择可供考虑。第一，你可以将自己的退休储蓄金全部或部分年金化。第二，你可以继续持有自己的投资组合，同时确定一个提用资金的比例，这一比例既能为舒适的退休生活提供保障，又能使你活着时储蓄不够用的风险最小化。那么，该如何在这两个备选策略中做出取舍呢？

年金

科幻小说作家西奥多·斯特吉恩（Theodore Sturgeon）创造了斯特吉恩定律，这条定律说：“你所听到或读到的一切东西，有95%都是毫无用处的垃圾。”这条定律无疑也道出了投资世界的真实情形，不过，我由衷地相信你在本书中读到的内容属于另外的5%。至于有关年金的各种所见所闻的建议，我认为错误信息所占的百分比更接近于99%。态度友好的年金销售员会告诉你年金是解决退休后投资问题的唯一合理办法。但是，许多理财顾问又可能说：“不要买年金，否则你的钱会打水漂。”对这两种截然相反的建议，投资者该如何看待呢？

我们首先厘清一下年金的概念，说说年金的两种基本类型。年金经常被称为“长寿保险”。所谓年金，就是与保险公司签订的一种合同；据此合同，投资者向保险公司支付一笔资金，以保证年金持有人在未来可以收到一系列定期支付的金额，该系列款项的支付持续期一直到年金持有人死亡时为止。比如说，2010年年末支付100万美元保费购买的一份终身固定年金，将会给一位65岁的个人每年带来大约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.5 万美元的年均收入流。如果一对同为 65 岁的夫妇退休，并希望获得一份终身固定年金中有联合生存特色的年金（只要夫妇双方有一方健在，保险公司便继续给予支付），那么这 100 万美元提供的年均固定支付金额大约为 6.25 万美元。

当然，如果存在通货膨胀，保险公司定期支付的金额便会逐渐损失一些购买力。正因为如此，很多人更喜欢购买“可变年金”。可变年金为将来支付金额的增加提供了可能性，而究竟这些金额是否增加，则取决于年金持有人选择何种类型的投资资产（典型情况下为共同基金）。如果年金持有人选择普通股，若股票市场行情好，则支付金额会上涨；若股票市场表现糟糕，则支付金额会下降。投资者还可以购买有保证支付期的可变年金。比如说，20 年的保证支付期意味着即使你在购买年金之后立即亡故，你的继承人也将获得 20 年陆续支付的款项。当然，年金持有人得为这种支付保证付出一些代价，也就是说，年金持有人得接受每年支付的金额大幅度减少这一条件。对于 70 岁的男性年金持有人需接受减少的金额可能超过 20%。由此看来，如果你真的担心自己有可能早早离开人世，身后又无任何遗产，那么更好的处理办法可能就是将你用于购买年金的退休储蓄金比例加以缩减。

可变年金为应付通胀风险提供了一条可行的途径。另外一个可以对付通货膨胀的工具是根据显性通货膨胀率进行调整的年金。比如说，先锋集团提供的这种年金每年显性通货膨胀率（消费者价格指数）的调整幅度最高达 10%。这样的调整保证自然会大幅降低初始支付金额。一对 65 岁的夫妇若希望获得一份有联合生存特色的这类年金，会发现拿 100 万美元购买年金，从共同基金公司获得的初始支付金额每年将只有 5.74 万美元。

与自己投资退休储蓄金的策略比较起来，年金具有一个很大的优势。年金可以保证你活着的时候总会有钱供养你。如果你有福气，拥有非常健康的身体，能活到 90 多岁，那么保险公司便会承担风险，它支付给你的金额可能会远远超过你当初购买年金时付出的本金及其以后的投资收益。厌恶风险的投资者当然应该考虑一退休便将经年累月积攒下来的一部分甚至全部储蓄投入年金合同之中。

那么，年金有什么不足之处呢？年金有四个可能出现的缺点：年金与遗赠动机不相符合；年金会使年金持有人的消费路径不易改变；年金可能会涉及高昂的交易费用；年金避税效率可能较差。

1. 希望留下一笔遗产

假设一位退休人士已储蓄了很大一笔钱，靠这笔储蓄投资产生的股利和利息便

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以舒服地生活。虽然通过将储蓄年金化可以获得更多的年收入，但年金持有人亡故时，将不会留下任何资金作为遗赠财产。很多人强烈希望能够在身后留下一些钱，赠与孩子、亲戚或慈善机构。而将所有的储蓄进行年金化，与这样的遗赠动机不相一致。

2. 消费灵活性

假设一对夫妇65岁退休时身体非常健康，他们购买了一份年金，年金合同规定只要他们两人有一人健在，他们每年便会获得某一固定金额的款项。这样一份“联合人寿”年金是身为夫妇的人用来筹划退休储蓄金的一个常见方法。但是，就在他们与保险公司签好合同之后，丈夫和妻子得知两人都患了不治之症，疾病极有可能让他们两位中任何一人活下去的时日减少到宝贵的几年。按照情理，这对夫妇可能想去周游世界，因为这是他们一直怀有的一个梦想。所以说，如果情况发生变化，将储蓄资金年金化便让他们无法灵活地改变自己的消费路径。

3. 年金成本可能很高

很多年金，尤其是保险推销员销售的年金，成本可能非常高。年金购买者不仅需向保险公司支付管理费和其他费用，还需向年金销售代理人支付销售佣金。因此，有些年金可能会成为绩效非常糟糕的投资。

4. 年金避税效率可能不高

虽然从延迟缴税的角度看，固定年金与债券相比拥有一些优势，但可变年金却将可获得税收优势的资本利得变成了需按较高税率纳税的一般收入。另外，将退休金账户中的部分资产年金化，不会抵消按法律规定你必须从退休金账户中提领款项的最低金额。如果你将个人退休金账户中的一半资产年金化，你仍然必须从另外一半资产中提取最低要求的金额。如果你打算至少将那一半的资产全部花费掉，这便不成其为问题，但如果你无此打算，那么避税效率便不高。

鉴于年金所具有的以上潜在缺点，聪明的投资者该如何是好呢？我给出的看法是：至少将部分储蓄投入年金，通常是很有意义的。要确保你不会活得比你的收入能供养你的时间更长，这是唯一无风险的途径。一些信誉卓著的公司，如先锋集团等，会提供低成本无销售佣金的年金。为了做出明智的年金投资决策，你应该在互联网上货比三家，考察不同的公司。登录 http://www.valic.com 这个网站，你会发现提供年金的不同公司收取的费率差别相当大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14.7 继续持有退休前的投资组合，如何过好退休生活

对于为退休生活已积攒下来的资产，很多退休人士更愿意至少对其中一部分能继续加以控制。我们假设这些资产已按图 14-2d 所示的资产配置进行了投资，也就是说，有一半多一点的资产投资于股权，其余资产投资于固定收益产品。现在，你准备从这些退休储蓄金中拿出一部分用于退休后的生活开支，那么如果你想确保只要你活着钱就不会花光，你可以花费多少呢？我建议你使用“4%解决方案”。⊖

根据“4%解决方案”，你每年花费的钱不应该超过你已积攒下来的资产总值的 4%。按照这一比例消费，即使你活到 100 岁，你也不太可能把钱全花光。而且，你极有可能为自己的继承人留下一笔遗产，这笔遗产的购买力与你积攒下来的资产总值的购买力完全一样。根据 4% 这一规则，你将需要 45 万美元的储蓄，才能让你在退休生活中每月获得 1 500 美元的收入，或每年获得 18 000 美元的收入。

为什么非得是 4% 呢？在未来的岁月里，股票和债券投资组合的收益率极有可能超过 4%。不过，之所以要限定提款消费的比例，是出于两个原因。第一，你需要让每月的支出随着时间的推移按通货膨胀率保持增长。第二，你需要确保自己能安然度过股市难免会出现的几年萧条期，股市在某些时期可能会熊途漫漫。

我们先看一看 4% 这一数字从何而来。我们在第 13 章的最后一节曾说过，预期股票市场每年可能会产生 7.5% ~8% 的长期收益率。一个多样化的债券组合可能会产生 4% ~5% 的收益率。因此，我们可以预测一半由股票一半由债券组成的均衡投资组合每年可以产生约 6% 的收益率。现在假设在较长的时期里，通货膨胀率每年为 2%。这就意味着为了保持购买力，投资中的全部资金每年将必须增长 2%。因此，在一个典型的年度中，投资者将花费全部投资的 4%，而总储蓄金将以 2% 的比率增长。下一年的消费金额也会以 2% 的比率增长，这样一来，退休人士仍然能够在市场上购买同样多的商品。若每年花费的比率低于投资组合的总收益率，退休人士既能保持整个投资资金的购买力，又能保持每年需消费资金的购买力。一般的计算方法是：先估计投资资金的收益率，然后从中扣除通货膨胀率，所得结果便确定

⊖ 在本书第 9 版中，我推荐使用 4.5% 的解决方案，因为那时债券收益率比 2010 年高不少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了维持消费水平的比率。

将消费比例定在全部投资的预期收益率之下还有一个原因。股票和债券的实际收益率，年与年之间波动相当大。虽然股票收益率平均每年可能会达到 7.5% ~ 8%，但在某些年份，股票收益率会更高，而在另外一些年份里，又可能是负数。假设你 65 岁退休，然后遭遇了一次熊市，其严重程度与 2008 年和 2009 年一样，股市大约下跌了 50%。倘若你每年从投资组合中按 9% 的比例提出款项，你的储蓄可能不到 10 年就会枯竭。但是，如果你每年只提款 4%，即使你活到 100 岁，你也不太可能把钱用光。确定一个保守的消费比例，可以使你永远不会将钱花光的可能性达到最大化。所以，如果你尚未退休，你该认真想一想如何尽你所能多做储蓄，好让自己以后即使采用保守的提款比例进行消费，也能过上舒适的生活。

对于上面建议的如何处理退休消费的办法，这里需要提出三点意见做个补充。第一，为了使将来的提款相对平衡，不要按照每年年初投资资金所实现总价值的 4% 进行消费。既然市场会不断波动，你的消费支出在不同的年度也必然会非常不均衡。我的建议是，开始时按照最初退休储蓄金的 4% 进行消费，然后让你提出消费的钱每年按 2% 的比率增长。这样做会平衡你在退休生活中所能得到的收入数量。

第二，你会发现你所持债券的利息收入和股票的股利收入很可能低于你希望从投资资金中提出的 4% 这一比例。所以，你得决定先动用哪一部分资产。你应该卖出一部分相对于你设定的目标资产配置比例权重已过大的资产。假设股票市场大幅回升，当初 50:50 的配置比例已发生倾斜，变成了股票占 60%、债券占 40%。尽管你可能因股票表现出色而感到欣喜，但你也应该为此感到担忧，因为投资组合的风险变得更大了。那么你就从投资组合中的股票那部分，提出任何你需要提出的额外资金。这样一来，你既调整了自己的资产配置，同时又获得了你需要消费的一些收入。即便你不需要从投资组合中提出资金用来消费，我还是建议将投资组合每年进行一次比例配置调整，以便整个组合的风险水平与你的风险承受能力相一致。

第三，你得制定一种策略，尽可能延长缴纳收入税的时间，同时又能从资产中提出款项。当你开始按照联邦税法的规定，从个人退休金账户和 401（k）账户中提取法定最低必取金额时，你需要先使用这些账户，然后再使用其他账户。在应税账户中，你已经在为你的投资所产生的股利、利息和已实现资本利得缴纳收入税了。因此，你当然应该在下一步拿这些钱来消费（如果你还未到法定必须提款的 75.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

岁，你甚至应该先拿这些钱来消费）。接下来，花费另外的延迟纳税的资产。如果你的资产有可能会留给你的继承人，那么要到最后才使用罗斯个人退休金账户中的资金。罗斯个人退休金账户没有法定最低提款限额的规定，你可以将其中的资产传给你的继承人，而无须缴纳收入税。

谁也不能保证我在此提出的一些办法肯定会让你只要活着就有钱消费。而且，根据你的健康状况以及其他收入和资产情况，你很可能想对我提出的这些办法做出这样那样的变更。如果你发现自己年届 80，每年提取 4% 用来消费，而投资组合还在不断增值，那么你要么深信医疗科技已最终发现了令人不老的长生药，要么你该考虑将钱袋松一松，多加消费了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 15 章
Chapter 15

三种步伐漫步华尔街

年收入 20 英镑，年支出 19 英镑 6 便士，结果：幸福；
年收入 20 英镑，年支出 20 英镑 6 便士，结果：痛苦。

——查尔斯·狄更斯（Charles Dickens）

《大卫·科波菲尔》（*David Copperfield*）

本章将阐述购买股票的几个规则，并就遵循第 14 章所述资产配置指南时可以使用的一些投资工具提出具体建议。到现在为止，你已做出合理明智的判断，知道如何处理税收、房产和保险，知道如何最大限度地利用现金储备。你也审视过了自己的投资目标、自己所处的生命阶段、自己对风险的态度，已决定将多少自己的资产投资于股票市场。现在，我们该在三一教堂（Trinity Church）静默片刻，迅速做个祷告，然后果敢地大步向前迈去，同时需倍加小心不要踩进两边的墓地[⊖]。我提供的规则可以帮助你避免犯下代价高昂的错误，避免支付不必要的交易费用，也会帮助你在无须冒太大风险的情况下，使自己的收益率有所提升。我拿不出非同寻常的绝妙建议，但我确实知道你的资产收益率增加一两个百分点，可能就会产生迥然不

⊖ 在华尔街与百老汇街相交的地方有三一教堂，旁边有墓园，从教堂走出来，对面便是华尔街。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的结果，这便是：或幸福，或痛苦。

你会如何着手购买股票呢？或者说你打算怎样漫步华尔街呢？大致说来，有三种方式，我称之为“省心省力漫步法”、“亲历亲为漫步法”和“使用替身漫步法”。

运用第一种方式，你只需购买各种涵盖范围广泛的指数基金的份额，这些指数基金旨在追踪不同类型的股票，你买了这些基金就等于进行了多样化的股票投资。这种方法还有个优点，就是操作起来绝对简单。即使你在随机漫步时嚼口香糖都觉得困难，你也能驾轻就熟地掌握这种方法。实际上，是市场拉着你一道向前迈步。对于多数投资者，尤其是对于那些更喜欢采用简单的低风险方法解决投资问题的投资者，我建议他们屈从市场的智慧，使用涉及国内和国际股市的指数基金构建整个投资组合。不过，对于所有投资者，我建议至少将一部分投资资金——特别是退休储蓄金那部分投资于指数基金。

如果运用第二种方法，你就沿着华尔街慢跑，速度可能快些，但也可能不小心撞上什么东西；你自己挑选股票，或许在投资组合中会对某些行业或国家的股票过度持有。这种方法需要你付出时间和精力，不过也可能蕴涵着很多乐趣。对于多数投资者，我不会建议使用这种方法。尽管如此，如果你偏偏喜欢这样投资，那我会为你准备一些挑选股票的规则，可以帮助你稍微提高一点成功的可能性。

至于运用第三种方法，你可以坐在路边，选择专业投资经理替你在华尔街漫步。财力有限的投资者要达到这一目的，唯有购买主动管理型共同基金。我并不喜欢主动管理型共同基金，不过在本章稍后部分，我至少会提供一些有用的建议，如果你坚持采用这种方法做投资，这些建议可以帮助你更好地选择此类共同基金。

在本书前几版中，曾介绍过一种我称为“马尔基尔漫步法”的策略。运用这一策略，就是购买封闭式基金的份额，份额一定要按照这类公司所持股票价值的一定比例进行折扣交易。本书第 1 版问世的时候，对美国股票的折价率高达 40%。现在，这种折价率已低得多了，因为封闭式基金份额的定价更为有效了。不过，有吸引力的折扣价有时还可能会出现精明务实的投资者可能会乘机加以利用。马尔基尔漫步法在本章的后面内容中再做详述。

15.1 省心省力漫步法：投资指数基金

标准普尔 500 股票指数是一种综合指数，大约代表了美国所有上市股票 2/3 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值，它在漫长的登山途中打败了多数专家。购买这一指数的所有成分股而构建一个投资组合，恐怕是一种轻松的拥有股票的方式。我早在1973年（本书第1版中）就指出，小额投资者迫切需要拥有采用这种投资策略所要用的手段：

> 我们所需要的是一种不收手续费、管理费尽可能低的共同基金，这种基金只是购买数以百计构成股市大型平均指数的成分股，不会试图为逮住“有望获胜的快马”而不停地调仓换股。每当人们注意到有哪只共同基金的表现劣于平均指数时，基金发言人就会迅速指出：“你只能买到股票，可买不到平均指数。”现在该到了公众能买平均指数的时候了。

就在我的书出版之后不久，“指数基金”这一概念便流行开来。资本主义制度有一个了不起的优点，就是当某种产品存在需求时，通常总会有人立志要把它生产出来。1976年，让公众也能享受指数化投资好处的基金诞生了。这便是“先锋500指数信托”（Vanguard 500 Index Trust），它是一只持有准普尔500指数500只成分股的共同基金，每只股票的持仓比例与其在该指数中的权重完全一样。购买这只指数基金的投资者，每一位都按投资比例分享基金所获得的股票股利，按投资比例分享基金投资组合的资本利得、分担基金投资组合的资本损失。如今，多家综合性共同基金公司都有标准普尔500指数基金产品，收取的费率不到所投资产的千分之一，远低于多数管理型共同基金或银行信托部门收取的费率。现在，你可以既便利又便宜地买到“市场”了。另外，你还可以购买在交易所交易的标准普尔500指数基金，这类基金由道富银行（State Street Bank）、巴克莱环球投资公司（Barclays Global Investors）和先锋集团提供。

这种投资策略背后的思想就是有效市场假说的思想。不过，即使市场并非有效，指数化投资仍然是一个非常有用的投资策略。既然市场上所有的股票一定会被人持有，那么结果必然是，平均而言，市场上所有的投资者将会获得市场回报率。指数基金能以最低费用实现市场回报率。主动管理型共同基金每年大约平均收取1%的费率。因此，主动管理型共同基金的平均业绩必然劣于市场整体的表现，差额就是从其总收益率中扣除的费率。

与共同基金和大型机构投资者的平均业绩比较起来，标准普尔500指数的表现长期以来更胜一筹，这一结果已为本书前面一些章节描述的众多研究所证实。是的，也有一些例外。但是，以显著优势打败指数基金的共同基金，其数目屈指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可数。

15.1.1 使用指数基金的优势总结

现在，我们来总结一下使用指数基金作为首要投资工具会有哪些优势。指数基金产生的收益率经常会超过主动管理型基金。指数基金之所以会带来这种超额回报，基本原因有两点，就是其管理费和交易成本都不同于主动管理型基金。公募指数基金按不足千分之一的费率来运营，而主动管理型公募共同基金会按年收取管理费，这笔费用平均达 1 个百分点。此外，指数基金只是在必要时才进行交易，而主动管理型基金的周转率普遍接近 100%。即使股票市场根本就不充分有效，主动管理型基金作为一个整体，其总收益率也无法好过市场。因此，平均说来，主动管理型基金必然表现劣于指数，正是这些费用和交易成本造成了其劣势。令人抱憾的是，主动管理型基金作为一个群体，并不能像广播明星主持人加里森·凯勒（Garrison Keillor）假想的家乡沃比根湖的孩子们那样出色，在那里"所有的孩子都是中上之资"。

指数基金在税收方面也有利于投资者。它使投资者可以推迟资本利得的实现，或者，如果基金份额在日后作为遗赠财产，还可以使投资者完全避免纳税。只要股票价格继续存在长期上涨的趋势，将股票换来换去必然会涉及资本利得的实现，而资本利得是需要缴纳税款的。税收是理财决策中必须考虑的一个关键因素，因为较早地实现资本利得会使净收益大为缩减。指数基金不经常转换股票，因此往往能够避开资本利得税。

相对而言，指数基金的表现也更好预测。如果购买一只主动管理型基金，你根本无法确定它与同类基金相比会有怎样的表现。而当你购买一只指数基金时，按照常理，你可以确信它将跟踪目标指数，因而可能轻易地就战胜了一般水平的主动管理型基金。此外，指数基金总是充分投资，极少留有现金。你不应当相信主动管理型基金经理的夸夸其谈，说什么自己操作的基金总会在正确的时机转换成现金。我们在前面的内容中已看到，择时操作并不能收到预期效果。最后，指数基金也更容易评估。现在市场上共有 5 000 余只股票型共同基金，我们没有任何可靠的办法预测究竟哪些基金可能会在将来胜出一筹。若投资于指数基金，你便能确切知道将来能得到什么，整个投资过程也极为简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管诸多证据表明卓尔不群的投资管理并不存在，但我们假定投资者仍然相信确实存在这种投资管理。在这种情况下，依然存在两个问题：首先，很显然这种管理技能非常稀缺；其次，在这种管理技能得到证实之前，人们似乎找不到有效的办法来发现它。我在第 7 章已指出，一个时期里表现最风光的基金在接下来的一个时期里并非仍是最抢眼的。比如说，20 世纪 90 年代的那些最佳基金，在 21 世纪头十年里获得的收益率都一塌糊涂。保罗·萨缪尔森用这样一个故事说明连创佳绩该有多么不易。他说，假设已得到证实，每 20 位酒鬼中有一位能够渐渐学好，变成社会认可的适量饮酒者。经验丰富的临床大夫会回答说："即便真有这回事，看起来其行动也像是假的，因为你永远无法从 20 个人中识别出那一个人；在尝试改变的过程中，20 个人中就有 5 个人会被毁了。"萨缪尔森最后得出结论认为，投资者应该放弃在大海里捞针的做法。

在机构投资者之间，股票交易好比一场等长运动练习[⊖]：很多能量被消耗掉，但在投资经理相互之间，结果还是盈亏相抵，投资经理造成的交易成本却抵减了绩效。正如犬类竞赛中的灵缇似乎命中注定要输给机器兔，专业资金管理人似乎也必然会输给指数。怪不得很多机构投资者，包括英特尔、埃克森、福特、美国电报电话公司、哈佛大学、大学退休股票基金、纽约州教师协会，都已纷纷把资产中的很大一部分投入指数基金。到 2010 年，大约已有 1/3 的机构投资资金被"指数化"了。

你的想法如何呢？当你购买指数基金时，你同时也就放弃了吹嘘的机会，你以后不能在高尔夫球俱乐部夸耀说，自己选中了股市"快马"，从而狠狠地大赚了一笔。广泛的多样化投资排除了遭遇不寻常损失的可能性；同时从其定义看，也排除了获得出众收益率的可能性。因此很多华尔街批评家一提到利用指数基金进行投资，便称之为"保证能得到平庸的收益"。但是，历史经验给出了结论性答案：购买指数基金的投资者所得收益，很可能会超过典型的基金经理，对基金经理而言，大量管理费和投资组合的高周转率往往会削减投资收益。很多人会发现，在股市游戏中，若每一轮都保证能打出标准杆，与市场玩个平手，这是一件非常诱人的事情。当然，投资指数基金的策略，也并非排除了存在风险的可能性，如果市场往下走，你的组

⊖ 等长运动（isometric exercise）是一种以互推动作来增强肌肉的运动。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合保证也会亦步亦趋。

对于小额投资者来说，指数投资法还有另外一些吸引人之处。虽然你只有少量投资，但指数投资法也能使你实现非常广泛的投资多样化。它还可以使你减少经纪费用。指数基金通过汇集众多投资者的资金，每笔交易可以买入更多股票，因此可以与经纪券商讨价还价，使交易上的佣金费用尽可能地降低。此外，指数基金还为投资者做好一切有关工作，接收所持组合内股票派发的股利，并按季将你的所有收益用支票寄给你（顺便提一下，如果你愿意，这些收益可以再投资于同一基金）。简而言之，若想省心省力、支付最低费用就得到市场回报率，投资指数基金正是一个明智而有效的方法。

15.1.2 定义更广的“指数化”

自从 1973 年本书初版以来，指数化投资策略一直是我推荐使用的策略，我首次建议使用这一策略的时候，甚至还在指数基金问世之前。使用最为普遍的是标准普尔 500 股票指数，这一指数能很好地代表美国股市中的大型公司。可是现在，我虽然仍会建议投资者进行指数化投资，或者说进行所谓的“消极被动的投资”，但对指数化定义过窄也存在着一些言之有据的批评。很多人错误地把指数化投资与只是买入标准普尔 500 指数等同起来。利用标准普尔 500 指数进行指数化投资，已不再是“城中唯一的游戏”了。标准普尔 500 指数忽略了数千个经济活动中最富活力的小型公司。因此，我现在认为如果一位投资者只想购买一只美国国内股票指数基金，那么，对美国总体股市指数仿真度最高的，便是一只涵盖范围更广的指数，如罗素 3 000 整体股市指数、道/威尔夏 5 000 股票指数（Dow/Wilshire 5 000-Stock Index）或摩根士丹利资本国际公司推出的大型美国指数（MSCI Broad U. S. Index），而不是标准普尔 500 指数。

80 余年来，市场的历史已证实，总体而言，规模较小的股票，其表现往往会优于规模较大的股票。例如，1926～2010 年，由规模较小股票构成的投资组合每年带来的收益率超过了 11%，而由规模较大股票构成的投资组合（如标准普尔 500 指数成分股）产生的收益率大约为 9.8%。尽管规模较小的股票比大型蓝筹股更具风险，但关键在于由小型公司股票构成的多样化程度很高的投资组合可能会带来更高的收益率。基于这一理由，我现在赞成投资于涵盖范围广泛得多的指数，这种指数应更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广泛地代表美国公司，其中应包括为数众多的可能尚处增长周期早期阶段的小型公司。

回想一下，标准普尔500指数代表了美国所有普通股75%～80%的流通市值。这样说来，数千家公司代表了所有美国股票市值余下的20%～25%。在很多情况下，这些公司都是提供较高投资收益率（风险也更高）的新兴增长型公司。道/威尔希尔5 000指数囊括了所有公开交易的美国普通股。除了规模最小（流动性也小得多）的股票，罗素3 000指数和摩根士丹利资本国际指数（MSCI Index）包含了所有市场上的股票。现在，有不少共同基金就是以这些涵盖范围更广的指数为基础构建投资组合。这样的指数基金通常都带有"整体股市投资组合"（Total Stock Market Portfolio）的称谓。尽管过去的表现永远也不能保证将来的结果，但有证据清楚地显示整体股市指数基金提供的收益率比一般股票型共同基金更高。

再者，指数化投资策略与慈善活动不同，不必"始于本国（终于本国）"。我在第8章曾论证过，投资者可以通过国际多样化投资来降低风险，可以通过将房地产之类的资产类别纳入投资组合来降低风险，还可以通过将部分资产投资于包括防通胀国债的债券来降低风险。这是现代投资组合理论的基本观点。所以说，投资者不应只是购买美国股市指数基金，而不持有其他证券。不过，这与指数化策略并不冲突，因为在目前的市场上，已有了效仿多种国际指数表现的基金，这些国际指数包括摩根士丹利资本国际欧澳远东（EAFE）指数和摩根士丹利资本国际新兴市场指数等。此外，还有一些持有房地产投资信托的指数基金。最后，投资者可以买到整体债市指数基金（Total Bond Market index funds），这些基金追踪巴克莱整体债市指数。与投资类似证券的主动管理型基金相比较，所有这些指数基金的业绩也往往更为突出。

投资者常犯的一个最大错误是在投资上未能进行足够的国际多样化。美国在世界经济中所占的比重只是40%稍多一点。不能否认一只美国整体股市指数基金的确会提供一些全球性的多样化，因为像通用电气和可口可乐之类的很多美国跨国公司有大量的业务在国外。但是，全世界的新兴市场经济体（如中国、印度和巴西等），其经济增速一段时间以来一直比发达经济体都要快得多。例如，中国现在仍然被视为新兴市场，但中国目前已是世界第二大经济体，国际货币基金组织预计中国仍将是全球增长最快的大型经济体之一。因此，在我下面的推荐中，你会注意到我建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一个投资组合中，都要将很大一部分比例投资于新兴市场。

15.1.3 一个具体的指数基金投资组合

表 15-1 列出了从指数基金中挑选出来的一些具体基金，投资者可用来构建自己的投资组合。该表中显示的资产配置百分比是建议 50 多岁的人采用的，我把这个群体称为“逐渐迈入老龄阶段的婴儿潮一代”。不属于这一年龄段的投资者同样可以使用这些挑选出来的指数基金，只是需要根据各自的具体年龄，调整一下这些基金的权重。同时，也要记住，你可能会想根据你个人的风险承受能力和对风险的态度，对各项百分比做些变动。希望获得更高回报而愿意接受更大一些风险的投资者，可以削减债券在投资组合中所占的比重。需要稳定收入以维持生活开支的投资者，可以增加房地产投资信托的比例，因为房地产投资信托多少能提供更多一些当期收入。

表 15-1 建议逐渐迈入老龄阶段的婴儿潮一代持有的指数基金组合

现金（5%）①	
	富达货币市场基金（交易代码：FORXX）或先锋优选货币市场基金（交易代码：VMMXX）
债券（27.5%）②	
	先锋整体债市指数基金（交易代码：VBMFX）
房地产投资信托（12.5%）	
	先锋房地产投资信托指数基金（交易代码：VGSIX）
股票（55%）	
	美国国内股票（27%）
	富达斯巴达人整体股市指数基金（交易代码：FSTMX），或普信集团整体股市指数基金（交易代码：POMIX），或先锋整体股市指数基金（交易代码：VTSMX）
	发达国家股票（14%）
	富达斯巴达人国际指数基金（交易代码：VSIIX）或先锋国际指数基金（交易代码：VDMIX）
	新兴市场股票（14%）
	先锋新兴市场指数基金（交易代码：VEIEX）

① 可用一只短期债券基金替代列出的任一货币市场基金。

② 尽管不适合于所推荐的指数基金投资组合，但我仍然建议投资者考虑将一部分债券投资组合投资于防通胀国债（占整个投资组合的 5%）。

此外，还要记住，我在这里有个假设：你持有的证券，即便并非全部，至少也大部分是通过享有税收优势的退休金账户来持有。当然，你购买的所有债券都应当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过此类账户持有。如果债券在退休金账户之外持有，你很有可能更愿意购买免税债券，而不是应税债券。而且，如果你在应税账户中持有普通股，你可能想考虑使用税收管理型指数基金（tax-managed index funds），我在下一节会对此加以讨论。最后，要注意，我是从众多综合性共同基金公司中为你挑选这一指数基金组合的。由于我本人与先锋集团的长期关系，我想一定得向你提供一些非先锋集团管理的基金，以便你有所选择。列在表15-1中的基金收取的费率都不算高，它们也不收取手续费。欲了解这些基金的更多信息，包括电话号码、网站地址等，可以查看本章之后的随机漫步者通讯录。

15.1.4 交易型开放式指数基金与税收管理型指数基金

前文已提及消极被动的投资组合管理（也就是买入并持有指数基金），其优势之一在于，这种投资策略可以最大限度地降低交易成本和税收。斯坦福大学的两位经济学家约尔·迪克森（Joel Dickson）和约翰·沙文（John Shoven）已证明，税收是投资理财时必须考虑的一个关键因素。通过对62只拥有长期记录的样本共同基金进行分析，他们发现1962年投资的1美元，倘若不纳税，至1992年便增值到21.89美元。然而，对已分配股利和资本利得支付税款之后，由高收入投资者投入共同基金的1美元只能增值到9.87美元。

指数共同基金可以在相当大的程度上帮助投资者解决税收问题。指数共同基金很少换股，因而它们往往避开了资本利得税。不过，即便是指数基金，有时也确实会实现一些需由份额持有人纳税的资本利得。这些资本利得之所以要实现通常也是迫不得已，或者是因为构成指数的某只成分股公司被收购了，或者是因为共同基金被迫卖出证券。后一种情况的出现，是因为共同基金份额持有人权衡利弊之后，决定赎回自己的份额，从而使基金必须卖出证券筹集现金。因此，要解决税收负担最小化的问题，即使是常规的指数基金，也并非最完美的金融产品。

与常规的指数基金相比，交易型开放式指数基金（exchange-traded index funds），比如“蜘蛛基金”（一种标准普尔500指数基金）和“蝰蛇基金”（一种整体股市指数基金）往往在避税方面更加有效，因为这类基金能够利用“实物”（in-kind）赎回的优势。在投资者申请赎回基金份额时，实物赎回通过交付低成本的一揽子股票来进行。对交易型开放式指数基金而言，这并非一种应税交易，这一过程并未实现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须分配给基金其他份额持有人的资本利得。而且，赎回基金份额的投资者是根据自己当初申购基金份额时交付的一揽子股票的成本来支付税款，而不是根据基金为应其赎回而交付的一揽子股票的成本来纳税。交易型开放式指数基金收取的费用正巧也极为低廉。现在已有很多种交易型开放式指数基金既对应于美国股票也对应于外国股票。对于计划投放于指数基金的一次性投资资金，交易型开放式指数基金是一种绝好的投资工具。

不过，投资交易型开放式指数基金还是需要花费交易成本的，这包括经纪费用[⊖]和报买报卖价差。这种基金不适合以小额资金逐渐积累指数成分股的投资者，不收手续费的常规指数共同基金对这类投资者更为适用。我建议你能抵御诱惑，不要整天频繁买卖交易型开放式指数基金，也不要通过保证金交易购买此类基金。我很赞同先锋集团创始人约翰·博格的观点，他说："投资者交易的时候，也就是他们自寻死路的时候。"如果你心痒难耐，跃跃欲试，那你最好效仿小姑娘玛菲特的做法，见到蜘蛛及其同胞便魂飞天外，逃得远远的[⊜]。

在表 15-2 中，我列出了一些交易型开放式指数基金，你可用来构建自己的投资组合。请注意，有些投资者希望购买股票的过程尽可能容易，对于他们，整体世界指数基金可以通过一站式服务，提供全面的国际多样化投资。

表 15-2 交易型开放式指数基金

	交易代码	费率（%）
整体美国股市		
先锋整体股市指数基金	VTI	0.07
罗素 3000 基金	IWV	0.20
发达国家（欧澳远东）		
先锋欧洲太平洋指数基金	VEA	0.15
摩根士丹利资本国际欧澳远东基金	EFA	0.35
新兴市场		
先锋新兴市场指数基金	VWO	0.27
摩根士丹利资本国际新兴市场基金	EEM	0.72
除美国之外的整体世界		
先锋 FTSE 全世界指数基金	VEU	0.25

⊖ 有些折扣经纪券商提供免收佣金的交易型开放式基金交易。

⊜ 这是古老童谣《小姑娘玛菲特》（*Little Miss Muffet*）里的情节。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	交易代码	费率（%）
整体美国股市		
摩根士丹利资本国际 SPDR ACWI 指数基金	CWI	0.34
包括美国的整体世界		
先锋整体世界指数基金	VT	0.30
摩根士丹利资本国际 ACWIi 基金	ACWI	0.35
整体美国债市		
先锋真题债市指数基金	BND	0.12
巴克莱整体债市 i 基金	AGG	0.20

对税收意识强的投资者来说，还有一种投资产品可供选择，这就是先锋税收管理型指数基金（Vanguard Tax-Managed Fund）：增长与收入组合（Growth and Income Portfolio）。尽管望文生义从组合的名称中看不出来，但它实际上是一只标准普尔 500 指数基金，它可以通过延迟资本利得的实现来使税收达到最小化。下面具体说明它是如何发挥作用的。

这只基金使用数种方法推迟资本利得的实现。第一，该组合是以标准普尔 500 指数为蓝本的指数化投资组合，因而往往不存在会实现资本利得的积极管理。第二，当组合内股票的确必须卖出时（比如为了满足赎回要求而必须卖出时），基金首先卖掉成本最高的股票。不过，如果基金份额持有期很短，那么投资者对赎回费的权衡应该可以使基金基于变现要求被迫卖出的股票量降至最低。第三，基金通过审慎选择卖掉已造成损失的股票，以此抵消不可避免的资本利得。结果，基金可能不会完全钉住基准指数，但应该还是非常接近。

先锋集团还有两只税收管理型指数基金。一只称为资本增值组合（Capital Appreciation Portfolio），它同增长与收入组合极为类似，唯一的差别在于使用的是罗素 1 000 指数，这一指数包括了众多股利收益率较低规模较小的公司。就税收最低化而言，这一组合更为有效，因为它分配的股利收入更少。另外一只基金称为平衡组合（Balanced Portfolio），由两部分组成，一部分与资本增值（罗素 1 000）组合的构成大致相同，另一部分是一组中期免税债券。有些人非常富有，具有长期投资的眼光，而股票又在有税收优势的退休金账户之外持有，对他们来说，这两只低成本指数导向型基金应该会显出很大的优势。对于已指定作为遗产的资金，这两只基金尤为适宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你想拥有简单易行又历经时间检验的方法，以期获得更好的投资绩效，你在此就不要读下去了。我列出的指数化共同基金或交易型开放式指数基金会提供广泛的多样化投资，带来有效的税收结果，收取的费用也很低廉。即使你想购买个股，也要去做机构投资者日益在做的事情：根据建议的资产配置比例，将核心的投资组合进行指数化安排，然后用额外的资金去积极下注。有了坚强的指数基金核心投资，你这样去赌一把，比起将整个投资组合都交由主动管理型基金管理，风险也会少得多。即便你犯了一些错，也不是致命的。

15.2 亲历亲为漫步法：可资使用的选股规则

无论对于个人还是机构，指数化策略都是我最强烈推荐的投资策略。不过，我也意识到，很多人可能以为将整个组合都进行指数化安排是一个非常枯燥乏味的投资策略。具有投机秉性的人毫无疑问会偏爱按照自己的“步伐”（并运用自己的才智）挑选“可望获胜的快马”，他们至少会把部分投资资金用于自己炒股。对这些坚持要亲自玩游戏的人来说，亲历亲为漫步法可能更有吸引力。

自从孩提时代以来，我便一直有着冒险的欲望，所以我很能理解许多投资者为何非但强烈希望依靠自己去挑选大赢家，而且对有望获得仅与整体市场持平收益率的投资方法毫无兴趣。但问题是，亲历亲为需要你付出很多努力，况且能始终胜出的人非常罕见。不过，对于那些将投资视为玩乐的人，本节所述内容会向他们展示一个明智的投资策略可能会带来怎样的回报，最起码能让他们在玩选股游戏时尽可能降低风险。

不过，把我的策略付诸实施之前，你还需要知道从哪些渠道获取投资信息。大部分投资信息可以从公共图书馆获得。你应该热切关注几份日报的财经版面，尤其是对《纽约时报》和《华尔街日报》要尽可能多加阅读。《巴伦》之类的周刊也应在必读之列。像《彭博商业周刊》、《财富》、《福布斯》这样的财经杂志，对于获取投资理念和投资观点也颇有价值。大型投资咨询服务机构也是很好的信息来源。比如说，你应该接触标准普尔公司的《展望》（*Outlook*）以及价值线公司的《价值线投资综述》（*Value Line Investment Survey*）。前者是一种周刊，其中列有股票推荐清单；后者提供所有主要证券的历史记录、当前评价和风险评级（用β值表示）。最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，在互联网上可以获取丰富信息，其中也包括证券分析师的推荐。

将近40年前，我在《漫步华尔街》第1版中就提出过成功选股的四条规则。我发现这些规则今天仍然适用。在前面的一些章节中，我已论述过这些规则，现在以节略的形式一一列示如下。

- **规则1：所购股票限于盈利增长看起来至少能够连续五年超过平均水平的公司。**

虽然选中增长率多年持续高于平均水平的股票非常不易，但这是投资要获得回报最需要做到的事情。公司持续不断的增长不仅会提高其盈利和股利，而且还可能提升市场愿意赋予其股票的市盈率。因此，若能买入盈利开始快速增长的股票，买家将会赢得双重潜在好处——盈利和市盈率都可能增长。

- **规则2：绝不能为一只股票支付超过其坚实基础价值所能合理解释的价格。**

我深信你永远也无法判断一只股票的确切内在价值，但我确实又觉得你大致可以估量一只股票何时已达到了合理定价。整个市场的市盈率便是一个考量的出发点，你应该买入市盈率与整个市场的市盈率持平或高出不多的股票。要寻找尚未被市场认识，从而其价格未被推高的、有增长前景的股票。如果增长果真变成了现实，你常常会得到双重回报——盈利和市盈率都可能上升。你要小心提防市盈率已很高、未来多年增长已在价格中折现的股票。如果盈利下降而非增长，你通常会遭遇双重烦恼——市盈率将随着盈利下降而下降。2000年年初，最受追捧的高科技增长型股票的市盈率达到天文数字，倘若购买这些股票的投资者遵循这条规则挑选股票，他们也不至遭受重创。

请注意，尽管这一规则与“买入低市盈率股票”的策略有相似之处，但我绝不是表示赞成低市盈率策略。根据我的规则，只要公司的未来盈利增长高出平均水平很多，买入市盈率稍高于市场平均水平的股票也是完全正确的。你不妨称这种策略为“经过调整的低市盈率”策略。有些人称之为“以合理价格买入增长”策略（GARP）。你应买入其市盈率相对于其增长前景比较低的股票。如果你甚至能相当准确地选出增长率确确实实高于平均水平的公司，那你的回报必定能高于平均水平。

- **规则3：买入投资者可以在其预期增长故事之上建立空中楼阁的股票会有帮助。**

我在第2章强调过，心理因素在股票定价中起着非常重要的作用。无论个人投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者还是机构投资者，他们都不是计算机，可以计算出恰当的市盈率，然后打印出买卖决策。他们都是感情动物——在做股市决策时，都会受贪婪、冒险本能、希望和恐惧的驱使。这正是成功投资需兼备敏锐的智力和心理的原因。当然，市场也并非完全受主观因素影响。如果某公司的增长看来已确立多时，那么其股票几乎必定会吸引一批追随者。但是，股票也像人一样，某些人的个性会比其他一些人更具吸引力；而且，如果盈利增长的故事总是受不到广泛的欢迎，那么市盈率的提高可能就越来越慢。获取成功的关键在于你能提前几个月便立于其他投资者将抵达的地方。所以，我的建议是你得扪心自问，你手里股票的故事是否能引起大众的喜爱。能从这个故事中生发出富有感染力的梦想吗？投资者是否能在这个故事之上建立空中楼阁——真正坐落在某个坚实基础之上的空中楼阁呢？

➤ *规则 4：尽可能少交易*

我赞成华尔街上流行的一句格言："继续持有赚钱的股票，抛掉赔钱的股票。"我赞成这种观点，并非因为我相信技术分析。除了贴补经纪人，在实现资本利得时加重自己的税收负担之外，频繁换股只会让你一无所成。当然，我并不是说"永远别卖出已赚钱的股票"。当初促使你买入股票的环境可能会发生变化，尤其是当市场发展到出现类似郁金香球茎热的狂热时，你持有的很多已赚钱的增长型股票可能已定价太高，在你的投资组合中权重也变得过大，1999～2000 年互联网泡沫期间，股票就出现了定价太高的情况。但要认清恰当的卖出时间的确非常困难，而且卖出股票还会涉及沉重的税收成本。我自己的投资理念使得我尽可能减少交易。不过，我对赔钱的股票毫不留情。除了极少数的例外情况，只要我持有的股票已造成了损失，我总会在每个日历年的年底之前将它们卖掉。之所以把卖出时间安排在这时候，是因为从税收角度考虑，亏损可以抵扣税收（可达到一定数额），或者可以抵消可能已实现的资本利得。这样一来，让损失变成现实，可能会减少纳税额。如果我预期的盈利增长开始实现，而同时我又确信自己手上的股票以后会有好结果，我可能会持有在赔钱的仓位。但我还是建议你在股票有亏损时不要忍耐太久，尤其是当果断行动能够带来立竿见影的税收益处时，更应该立即卖出亏损的股票。

有效市场假说告诫我们，即便遵循上面提出的这些合理的规则，你也不太可能获得优异的投资收益。非专业投资者自己辛辛苦苦地选股会碰到诸多障碍。上市公司公布的盈利报告并非总是可信。再说，一旦某个故事在常规媒体中报道出来，市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场可能已经考虑到这一信息，将之反映在股价里了。挑选个股好比培育纯种箭猪，你反反复复地研究，终于下定了决心，然后还得小心翼翼地继续进行下去。归根结底，尽管我希望投资者根据我的建议选股，已有成功的投资记录，但我心里很清楚在选股游戏中获得优胜的人可能主要还是得益于幸运女神的眷顾。

尽管挑选个股有种种风险，但这却是一种让人着迷的游戏。我相信我提出的选股规则在保护你远离高倍市盈率股票中蕴涵的过度风险的同时，的确可以提高你获取收益的可能性。但是，如果你选择走这条路，要记住，众多其他投资者——包括专业投资者也在努力地玩着同样的游戏。而且，任何人想持续不断地战胜市场，其机会都是微乎其微。不过，对我们中的多数人来说，试图智胜市场是一个极为有趣的游戏，让人欲罢不能。即使你确信自己的表现绝不会优于平均水平，我敢肯定你们当中具有投机秉性的多数人仍然想至少拿出一部分投资资金继续玩这种挑选个股的游戏。我提供的选股规则可以在很大程度上限制你们所面临的风险。

如果你的确想自己挑选股票，我强烈建议你采用混合策略：将你投资组合的核心部分进行指数化投资，将能承担得起更大一些风险的那部分钱用于选股游戏。如果你退休储蓄金的主要部分做了广泛的指数化投资，同时你持有的股票又与债券和房地产放在一起进行了多样化安排，那么你知道自己的基本退休储蓄金已相当安全，便可以安安心心地在某些个股上放手一搏了。

即使把所有的投资都放在指数基金上，你也可能会选择变更投资组合各个组成部分的权重，以便提升投资收益率。我在自己的指数化投资组合中做了一个调整：就对中国的投资而言，相对于中国在基准世界指数中的权重，加大其在我的投资组合中的权重。之所以要这样做，是因为我相信，相对于其在世界经济中的重要性来说，中国得到的权重太低了。对中国股市所持有的某些古怪偏见使得中国在新兴市场指数基金和整体世界指数基金中所占权重都过低。

多数指数的权重都是“浮子式”的（float weighted）。如果一家公司股票有一部分未自由交易，那么在指数当中，这部分股票便不计算在该公司的权重内。“浮子权重”意味着中国的权重会由于两个原因而过低。首先，中国沪深两地股市交易的股票全部未计算在内，因为（除少数例外）这些股票只能由中国公民和机构持有。计算在指数内的，只是在香港和纽约上市的可自由交易的中国公司股票。中国权重过低的第二个原因是，中国政府在很多公司中持有大量股票，那些股票也不计算在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“浮子”指数内。结果，中国在世界指数中仅得到了大约 2% 的权重，而根据购买力平价调整后，中国的 GDP 大约占世界 GDP 的 13%，而且还在快速增长。

因此，我相信投资者需要在投资组合中更多地考虑中国，而不只是按照一般世界指数基金或新兴市场指数基金中现有的权重来对中国进行投资。不过，我对自己的指数化投资信念非常忠实，并且认为指数化投资的最佳方式是购买一只广泛涵盖中国公司的指数基金。在纽约证券交易所交易的这类基金中，有三只分别称为 YAO 基金（这是一只代表国际投资者可投资所有中国公司的指数基金）、HAO 基金（这是一只小市值股票指数基金，指数内包括更多的创业性公司和国有股权较少的公司）和 TAO 基金（这是一只中国房地产基金）。

15.3 使用替身漫步法：雇请华尔街专业漫步者

你在进行投资漫步时，有一条更加容易的冒险途径：不去试图挑选单个“有望获胜的快马”（股票），而是挑选最为优秀的“教练”（投资经理）。这些“教练”的出场身份是实施主动管理的共同基金经理，有成千上万的投资经理可供你择优选用。

在本书以前数版中，我提到过好几位投资经理，他们享有长期成功管理投资组合的业绩记录，同时我还附上了个人传略，解释他们的投资风格。这几位跻身于为数极少的杰出投资经理之列，他们在较长时期里展现了战胜市场的能力。在目前的版本中，我放弃了先前的做法，不再提及他们，原因有两点。

首先，除了沃伦·巴菲特之外，这些投资经理都已退休，不再从事主动管理投资组合的工作，而在 2010 年，巴菲特本人也早过了退休年龄。其次，我越来越确信共同基金经理的以往投资记录，对于预测其未来能否成功，在本质上是毫无价值的。连续获得优异业绩的少数个例，其出现的频率绝不会比概率所预测的更大。

假如你更喜欢投资于主动管理的股票型共同基金，那么你真有可能挑选到将来位处顶级之列的基金吗？有一种看似合理的挑选方法受到很多理财规划师和财经编辑的青睐，就是选择近期表现最优的那些基金。报纸和杂志的财经版面布满了基金广告，宣称某某基金的业绩独占鳌头。其实，这种挑选基金的方法至少存在两个问题。首先，很多基金广告有严重的误导倾向。所谓排名第一，实际上总是针对基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在自己挑选的某个特定时期与某个特定（通常很小）群体的股票型基金相比较而言的。比如说，一只基金做这样的广告进行自我标榜："现在，投资业绩位居第一。无论在经济繁荣之时，还是在经济萧条之际，本基金均表现不俗，伴随了11届总统选举的风风雨雨。"这一广告暗示该基金在漫长的44年当中都是佼佼者。星号对应的不起眼的脚注却透出了事情的真相，原来该基金只是在一个特定的三个月期间，仅与一群资产价值介于2.5亿~5亿美元的特定基金群体相比，才获得了第一。

我之所以对基金过去的业绩记录持怀疑态度，更重要的原因我在前面也已提及，就是某一时期的业绩与下一时期的投资结果之间并不存在任何稳定的长期联系。我已对40余年间共同基金业绩的持续性开展了研究，得出的结论是，投资者购买近期表现最优的基金，根本不能保证自己获得高于平均水平的投资收益。尽管也有几个相当稳定地获得长期优异业绩的例子（如巴菲特管理的伯克希尔—哈撒韦公司）(Berkshire Hathaway)，但在一般情况下，并不存在任何可靠的长期持续性。凭借购买在过去某个时期可能战胜过市场的基金，你无法保证自己获得出色的投资业绩。我再强调一次，过去并不预示着未来。

我检验过一种策略，按照这种策略，投资者在每年的年初根据基金过去12个月的业绩记录对所有股票型基金进行业绩排名。我假设投资者按照不同策略购买排名前十、前二十的基金，依此类推。结果显示，购买过去表现最佳的共同基金，投资者并不能因此而持续战胜市场。

我还检验了另外一个策略，使用这种策略就是购买获得一些知名财经杂志排名"最优"的那些基金。"在实验室里"对基金表现所做的检验都显示你根本不能指望出类拔萃的投资业绩在将来可以长期持续下去，本书第2部分所阐述的学术界研究成果也说明了这一点。实际上，一个时期受到热捧的靓丽基金，在下一个时期变得形容枯槁，倒是经常发生的事情。

15.4 晨星公司提供的共同基金信息服务

如果近期的业绩表现并非追逐共同基金时可以信赖的路标，那么什么才是呢？我经常说共同基金业发生了两件妙不可言的事情：一是约翰·伯格尔的出现，他在20世纪70年代中期创建了先锋集团，该公司首开先河，运营管理成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本低廉、有利于投资者的共同基金；另一件事情是唐·菲利普斯（Don Phillips）的出现，他在20世纪90年代初期开始提供极为有用的“晨星服务”，发布有关共同基金的信息。

基本上说来，晨星公司（Morningstar Service）是投资者所能找到的提供最全面共同基金信息的一个地方。该公司为每一只共同基金提供一份富含相关数据的报告。这些报告显示共同基金的历史收益率、风险评级、投资组合构成和投资风格（比如，基金投资于根基稳固的大型公司还是规模较小的增长型公司、是否喜好低市盈率的“价值型”股票、购买国外股票还是国内股票抑或兼而有之，等等）。报告还指出基金是否收取销售费（手续费），显示基金每年的费率是多少，未实现的增值部分占基金资产价值的百分比有多大。如果你购买主动管理型基金，你应该寻找免收手续费（no-load）、仓位周转率低（low-turnover）、管理费率低（low-expense）的基金，同时这些基金的未实现增值部分很少，以便将来的税负尽可能达到最小化。就债券型基金而言，晨星公司提供收益率、有效到期日、所持债券的品质等方面的数据，同时也提供有关手续费和管理费的信息。

晨星公司也使用五星评级体系提供评级服务，根据共同基金的以往业绩，同时考虑大型市场（broad-market）[⊖]的回报率以及为获取这些回报率应付出的成本和承担的风险，对各个共同基金进行评级。顶级基金会获得五颗星——比米其林（Michelin）体系授予世界各地顶级餐馆多两颗星。授予的星数多少，有助于对基金过去的业绩表现进行分类。不过，米其林体系授予的星数差不多可以保证就餐者享受实至名归的食物，而晨星给予的评级与此不同，它并不保证投资者能享有持续的出色收益。从以往经验来看，五星级基金并没有表现得比三星级基金更好，甚至也不比一星级基金更突出。聪明的投资者要做出恰当的投资决策，除了看星星多少之外，更会考察其他方面。

有没有什么办法选出业绩可能会超出平均水平的主动管理型共同基金呢？多年来，我对共同基金的投资业绩做了很多研究，试图找到原因解释为何有些基金表现优于其他基金。前面说过，过去的业绩无助于预测将来的业绩。有两个变量在预测

⊖ 此处“大型市场”是指威尔希尔5 000这样的大型指数，而不是指道琼斯30和标准普尔500之类的指数。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金未来表现方面最可靠，就是管理费率和仓位周转率。基金的管理费率和仓位周转率高会抑制基金的收益率——如果你买的基金是通过应税账户投资，税后收益率尤其会受到影响。表现最好的主动管理型共同基金，其管理费率和仓位周转率都很适中。提供投资服务的基金公司收取的费用越低，给投资者留下的收益也就越大。正如先锋集团创始人约翰·伯格尔（杰克是约翰的昵称，这里为避免中国读者误解，改为约翰，前面曾提及约翰·伯格尔）所言，在共同基金这个行业，“你所得到的，是你没有付出去的”。我建议投资者只购买这样的主动管理型基金：管理费率在50个基点以下（也就是0.5%以下），仓位周转率不到50%。管理费率和仓位周转率统计数据，可以在各个基金的网站上查到，也可以从晨星公司之类的投资信息渠道获得。

15.5 马尔基尔漫步法

读过本书以前版本的读者知道，我看好一种特殊类型的共同基金，这种基金称为封闭式基金（正式名称叫封闭式投资公司）；当它们的折扣非常诱人时，我便乐于购买。封闭式基金与开放式共同基金（就是上一节讨论的那种基金）的不同之处在于，封闭式基金在首次公开发行之后，便不再发行新的基金份额，也不予赎回基金份额。想买入或卖出封闭式基金份额，你得去找经纪人。

封闭式基金份额的价格取决于其他投资者愿意为份额支付多少价钱，不过，与开放式基金或交易型开放式基金份额不同，封闭式基金份额的价格未必与基金的资产净值有什么关联。因此，封闭式基金既可能以高于其资产净值的溢价出售，也可能以低于资产净值的折价出售。在20世纪70年代的很多时候以及20世纪80年代初期，封闭式基金的售价都大大低于其资产净值。封闭式基金也雇用专业投资经理，它们的费率并不比通常的共同基金更高。所以，对于那些信任专业投资管理的人来说，这在当时是一条以打折价购买专业投资管理服务的途径，我也是这样告诉我的读者的。

在封闭式基金的折价中，有一小部分折价或许可由某些理性因素给予解释。有些封闭式基金在自己的投资组合中拥有大量未实现的资本利得，而这些资本利得可能会影响个人投资者对税负的时间安排。另外，有些封闭式基金持有大量“未登记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票”（letter stock）[⊖]，这类股票的出售受到限制，因而这些基金的市场价格可能并未准确反映其真实价值。不过，在 20 世纪 70 年代后期，封闭式基金的折扣率高达 40%，对此，上述两个因素可能充其量也只能解释折价中的很小一部分为何存在。我对这种大幅折价给出的解释是，市场的非有效性（market inefficiency）未得到人们的利用，所以我当时敦促投资者，只要这种非有效性现象继续存在，便应充分把握机会加以利用。

购买高折价封闭式基金的美妙之处在于即使折价率继续维持在很高水平，投资者也仍然可以凭借购买这类基金，收获非同一般的回报。如果你可以按 25% 的折价率购买封闭式基金份额，你每投资 3 美元，就可以按照 4 美元的资产价值获得分配的股利。所以，即便封闭式基金的收益率，如信奉随机漫步理论者所预期的那样，仅与市场回报率持平，你还是可以战胜平均指数。

这种情况好比拥有一个按 5% 利率付息的 100 美元储蓄账户，你存进 100 美元，每年获得 5 美元的利息。只是你可以按 25% 的折扣率买到这种储蓄账户——也就是说只需花费 75 美元。你仍会得到 5 美元的利息（100 美元的 5%），但由于你只为该账户支付了 75 美元，你的收益率会达到 6.67%（5 ÷ 75）。有一点请注意，收益率的提高绝非基于折扣率的缩小。即使卖出变现时你只拿回 75 美元，你仍然会在持有该账户期间获得额外收益的好处。封闭式基金的折价就提供了这种类似的好处，即便你只付出了 75 美分，却照样可以获得价值 1 美元的资产产生的那一份股利。

以前，购买高折价封闭式基金的策略甚至比料想的结果还要好。现在，美国封闭式基金的折价幅度已显著缩小了。尽管我在书中对封闭式基金做了宣传推介，这有可能对折价空间的减少起了一些作用，但我认为折价幅度之所以会缩小，根本原因还是在于我们的资本市场是相当有效的。市场时不时地可能会对资产进行错误定价，从而产生了暂时的非有效性现象。但是，如果确实存在某种程度的无效定价，而市场又能发现这一点，并能可靠地加以利用，那么寻求价值的投资者必然会利用这些机会，因此这些定价无效性现象也就被消除了。定价无效性现象很可能会出现，甚至很可能持续存在一段时间，但金融万有引力定律最终会产生作用，真实价值总

⊖ 未登记股票，或称存信股票；发行人发行这类股票时未向美国证券交易委员会登记，不通过承销商而是直接发售给投资者，投资者购买时需签署一份投资意向书，声明购买股票只是出于投资目的而非为了再出售。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会“水落石出”。

在此版交付出版之际，持有美国股票的多数国内封闭式基金的绝大部分折价都已消失了，因而，多数基金目前便不再是特别有吸引力的投资品种㊀。但是，对于一些投资于其他发达国家和新兴市场的封闭式基金而言，折价还是存在的。与购买一只新兴市场指数基金相比较，构建一个由折价出售的新兴市场封闭式基金构成的投资组合是一个可行的替代选择——很可能还是一个更加可取的选择。当封闭式基金的折价率达到10%以上时，该是你打开钱包购买的时候了。表15-3列举了一些投资于新兴市场的封闭式基金，其中折价率数据截至2010年年中。当你准备投资时，要核实一下折价率，看看是否已高于10%。折价率可是每周都不一样。

表 15-3 投资于新兴市场的折价封闭式基金精选（2010年5月）

基金名称（基金代码）	资产净值（美元）	价格（美元）	折价率（%）	投资对象
坦伯顿中国龙基金（TDF）	27.44	23.48	-14.4	中国香港、中国大陆、中国台湾地区
摩根士丹利亚太基金（APF）	16.27	14.09	-13.4	亚洲市场
拉美股权基金（LAQ）	40.85	36.13	-11.6	所有拉丁美洲新兴市场
韩国基金（KF）	39.43	34.79	-11.8	韩国证券
马来西亚基金（MF）	10.09	8.73	-13.5	马来西亚公司股权证券
新加坡基金（SGF）	14.69	12.65	-13.9	新加坡证券（至少占65%）及其他环太平洋国家
摩根士丹利新兴市场基金（EMF）	14.20	12.86	-9.4	所有新兴市场
中国台湾地区基金（TWN）	15.47	13.27	-14.4	中国台湾地区证券

㊀ 的确，如果你以平价购买新发行的封闭式基金，并支付大约5%的承销费用，那你不仅会遭受与支付高额手续费类似的沉重打击，还会冒着基金将来有一天折价交易的风险。千万不要以最初的发行价购买封闭式基金，否则几乎毫无例外，结果便是一次不尽如人意的投资。不过，在动荡不定的市场环境中，时常查看一下折价幅度在将来是否变大，可能还是很值得的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15.6 悖论

2010年，尽管某些投资于新兴市场的封闭式基金看起来颇具吸引力，但持有美国股票的封闭式基金，却不再按以前曾出现过的“甩卖价”进行交易了。这种现象作为一个例子，证明了投资建议的一个重要悖论，同时也证明了一句投资格言，即真实价值最终会在市场赢得胜利。关于涉及具体证券的投资建议是否有用，存在着一个根本性的悖论。如果投资建议为足够多的人所知晓，并且这些人都依此行动，那么人们对投资建议的了解就会毁掉建议的有用性。如果每个人都知道买某样东西会很合算，都跑去买，那么买来合算的东西的价格必将上涨，直到这种东西不再具有特别的吸引力。

这是有效市场假说赖以确立的主要基础。如果消息的传播畅通无碍，价格便会迅速做出反应，以致反映出所有已知的情况。正是这一点使得我在本书1981年版中预测有利的折价不会总是那么容易得到。我当时写道：“倘若看到20世纪80年代早期那样的折价水平会无限期存在下去，我一定会十分惊讶。”出于同样的原因，我怀疑一些深受欢迎的简单选股规则，如“购买低市盈率股票”或“购买小型公司股票”之类会一再产生非常高的风险调整后收益。我也不相信投资于新兴市场的某些封闭式基金其目前所具有的高折价率会永远存在下去。

我讲述过金融学教授和他的学生在街上发现一张100美元钞票的故事。“如果那果真是一张100美元的钞票，”教授振振有词地说道，“早就有人捡起来了。”幸亏学生不相信华尔街的专业人士，也不相信学识渊博的教授，这才捡起了那张钞票。

很显然，教授持有这样的立场也是很有道理的。身处聪明人都在寻找价值的市场之中，人们不太可能一直把钱留在那儿等着他人来捡走。但历史又告诉我们，未被利用的机会偶尔确实会存在，就像投机性过度定价时期有时会存在一样。我们已了解到，荷兰人曾为郁金香球茎支付过天价；英国人曾为那些不太可信的泡沫公司挥霍金钱；当代机构的投资经理们曾说服了自己，相信一些网络股和其他任何股票完全不同，再高的价格都是合理的。而投资者为悲观的情绪所控制时，又让封闭式基金之类真正的投资机会白白地溜走。然而最终，过高的估值还是被矫正了，投资者也的确抢购完了廉价的封闭式基金。或许那位金融学教授本应该这样建议他的学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生："你最好快点捡起那张100美元的钞票，因为如果它真的在那儿，其他人肯定会捡走的。"正是从这种意义上讲，我自认为是一个随机漫步者。我深信真实价值终会显露真身，但看到异常现象不时地出现，我也不会大惊小怪。有时可能会有一些100美元的钞票散落在周围，我定然会中断我的随机漫步，有意俯下身去捡起这些钞票。

15.7 对我们这次漫步做一些总结陈词

现在，我们这次漫步已到了终点。让我们回首片刻，看看我们都到过哪些地方。很显然，能够持续胜过市场平均指数是极其难得的。无论是对股票坚实基础价值所进行的基本面分析，还是对市场建造空中楼阁倾向所进行的技术分析，都不可能带来可靠的出色结果。即便是专业投资者，当他们将自己的投资结果与向圆靶投掷飞镖选股的结果进行比较时，也一定会羞愧地低下头来。

对个人投资者而言，要发展明智的投资策略，必须采取两个步骤。首先，至关重要的是，要了解如何在风险和收益之间进行平衡，如何根据你的脾性和要求选择证券。本书第四部分为这段漫步提供了详细指导，包括从税收计划的制订到储备资金的管理等一系列热身练习，也包括根据生命周期对投资组合进行资产配置的指南。本章内容涵盖了我们在华尔街漫步的三种步伐——购买普通股的三种重要方法。一开始，我建议投资者采取一些明智策略，这些策略与存在相当有效的市场这一观点是相一致的。指数化投资策略是我最愿推荐投资者采用的策略。至少每一个投资组合的核心部分应该实现指数化。不过，我也意识到，告诉投资者根本不存在战胜平均指数的希望，就好比告诉一个6岁的小孩不存在圣诞老人一样。这会剥夺他们的生活趣味。

你们有些人深深迷恋投机而无可改变，坚持自己挑选个股以图战胜市场，我为这些人提供了四条选股规则。说实在的，要战胜平均指数，机会非常渺茫，但你也可能会撞大运，赚到很多。另外，我也非常怀疑你能找到什么投资经理，指望他们有些才干，可以找到散落市场的不常有的百元大钞。永远不要忘记，过去的记录远非未来业绩的可靠指南。

投资有点儿像做爱。说到底，这真是一种艺术，你需要某种天赋，也需要某种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称为运气的神秘力量出现。实际上，战胜平均指数的为数极少的人之所以获得了成功，可能99%的原因还是靠运气。拉·罗什福科[⊖]曾写道："尽管人们会吹嘘自己有过哪些了不起的作为，但这些作为之所以常常出现，与其说是个人了不起的设计所产生的结果，还不如说是或然性给予的安排。"

投资游戏还在另一个重要方面与做爱有相同之处，它们都让人觉得乐趣无穷而难以放弃。如果你天赋异禀，能够识别有价值的股票，并拥有技巧，可以识别能引起其他人喜爱的故事，那么看到市场证明你的正确，实在是一种非常美妙的感觉。即使你没这么好的运气拥有这样的能力和技巧，我的选股规则也会帮你限制风险，帮你免受玩游戏的过程中有时会出现的多数痛苦。如果你知道自己要么会胜出，要么至少不会输得太惨，如果你至少将投资组合的核心部分进行了指数化投资，那么你便能以更加欣慰的心态去玩游戏。最起码，我希望本书能使投资游戏更加令人愉快。

15.8 最后一言

我在撰写本书10个版本的过程中，有一件事最让我感到快乐和满足，就是很多心怀感激的投资者纷纷给我来信。他们告诉我，因为采纳了40余年来始终不变的简单建议而获益匪浅。那些不受时间限制的教训包括投资时要进行广泛的多样化安排、每年重新调整投资组合内资产类别的权重、使用指数基金，以及将这一切坚持到底。

新千年头十年，对于投资者来说，是一段最富挑战性的时期。即便是进行广泛多样化投资的整体股市基金，若仅仅专注于美国股票，也还会赔了钱。然而，就是在如此糟糕的十年里，倘若遵循我所提出的那些不受时间限制的投资教训，也会产生令人满意的投资结果。图15-1显示，在这"糟心的失落的十年"中，投资于代码为VTSMX的指数基金（先锋集团整体股市基金）产生的收益率是负数。但是假设投资者按照表15-1，根据我建议"逐渐迈入老龄阶段的婴儿潮一代"采取的偏于保守的资产配置比例，将自己的投资组合进行了多样化安排。即使在投资者已经历的

⊖ 拉·罗什福科，1613—1680，法国著名伦理作家，著有《道德箴言录》。鲁迅曾有评价："无论单就人生哲理，还是单就处世指导，拉·罗什福科的影响都要超过培根，这诚为足信。"——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最为难熬的这十年里，这样的多样化投资组合（每年调整一次资产类别权重），也带来了非常令人满意的投资收益。此外，倘若投资者还使用定期等额平均成本投资法持之以恒地向投资组合里添加小额投资，那么投资业绩甚至还要好。如果你愿意遵循本书阐述的那些简单的投资规则，以及不受时间限制的投资教训，你很可能也会表现不错，即便是在最难捱的时候，亦复如此。

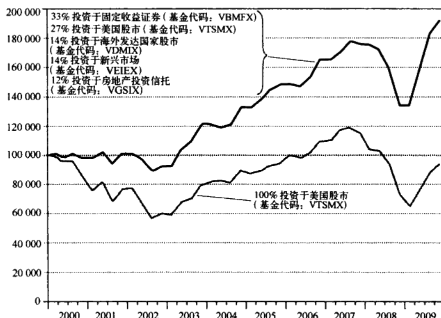
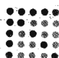


图 15-1 广泛多样化的共同基金投资组合（每年调整一次资产类别权重）与仅包含美国股票的投资组合之比较

资料来源：Vanguard and Morningstar.

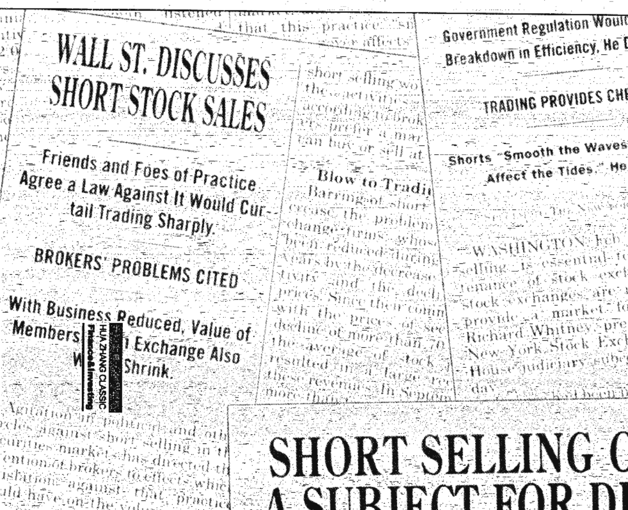
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录 A

Appendix A

随机漫步者通讯录及共同基金参考指南



WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members' ... Exchange Also Shrink.

Government Regulation Would ... Breakdown in Efficiency, He ...

TRADING PROVIDES CHE...

Shorts "Smooth the Waves ... Affect the Tides," He ...

Blow to Tradi...

SHORT SELLING ...

A SUBJECT FOR DI...

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-1 股票指数基金精选（2010 年 8 月）

基金名称	基金代码	基准指数	最高手续费（%）	设立时间（年）	首次起购点（美元）（个人退休金账户）	后续起购点（美元）（个人退休金账户）	近期费率（%）	净资产（10 亿美元）	从薪金中扣减	基欧计划	个人退休金计划
富达斯巴达人整体指数基金 www. fidelity. com 800 - 343 - 3548	FSTMX	道/威尔希尔 5 000 指数	0	1997	10 000（10 000）	0	0. 10	5. 3	√	√	√
嘉信投资者 1 000 指数基金 www. schwab. com 888 - 767 - 5432	SNXFX	定制指数	0	1991	100（100）	1	0. 29	4. 8	√	√	√
先锋 500 指数基金 www. vanguard. com 800 - 662 - 7447	VFINX	标准普尔 500 指数	0	1976	3 000（3 000）	100	0. 18	91. 1	√	√	√
先锋税收管理增长收入组合 www. vanguard. com 800 - 662 - 7447	VTGIX	标准普尔 500 指数	0	1994	10 000	100	0. 21	2. 1	√	√	√
先锋整体股市指数基金 www. vanguard. com 800 - 662 - 7447	VTSMX	摩根士丹利资本国际大型指数	0	1992	3 000（3 000）	100	0. 18	126. 5	√	√	√

表 A-2 外国股票指数基金（2010 年 8 月）

基金名称	基金代码	基准指数	最高手续费（%）	设立时间（年）	首次起购点（美元）（个人退休金账户）	后续起购点（美元）（个人退休金账户）	近期费率（%）	净资产（10 亿美元）	从薪金中扣减	基欧计划	个人退休金计划
富达斯巴达人国际指数 www. fidelity. com 800 - 343 - 3548	FSIIX	MSCI 欧澳远东指数	0	1997	10 000（10 000）	0	0. 20	8. 1	√	√	√

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

基金名称	基金代码	基准指数	最高手续费（%）	设立时间（年）	首次起购点（美元）（个人退休金账户）	后续起购点（美元）（个人退休金账户）	近期费率（%）	净资产（10亿美元）	从薪金中扣减	基欧计划	个人退休金计划
先锋国际指数 www. vanguard. com 800－662－7447	VDMIX	MSCI 欧澳远东指数	0	2000	3 000 （3 000）	100	0. 10	9. 6	√	√	√
先锋整体国际股市指数 www. vanguard. com 800－662－7447	VGTSX	MSCI 欧洲指数、 MSCI 太平洋指数 精选新兴市场	0	1996	3 000 （3 000）	100	0. 34	26. 1	√	√	√
嘉信国际指数 www. schwab. com 800－995－6526	SWISX	定制指数	0	1997	100 （100）	0	0. 32	1. 4	√	√	√
先锋新兴市场股票指数 www. vanguard. com 800－662－7447	VEUEX	MSC 新兴市场指数	0	1994	3 000 （3 000）	100	0. 40	44. 3	√	√	√
先锋整体世界股市指数 www. vanguard. com 800－662－7447	VTWSX	FTSE 所有世界指数	0	2008	3 000 （3 000）	100	0. 50	0. 9	√	√	√

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华章经典

表 A-3 房地产共同基金（2010 年 8 月）

基金名称	基金代码	手续费（%）	设立时间（年）	近期费率（%）	风险测量（β）	首次起购点（美元）（个人退休金账户）	后续起购点（美元）（个人退休金账户）	2010 年净资产（10 亿美元）	从薪金中扣减	基欧计划	个人退休金计划
科恩—斯迪房地产基金 www. cohenandsteers. com 800 - 437 - 9912	CSRSX	0	1991	1.06	1.6	10 000 (10 000)	500	2.5	√	√	√
富达房地产基金 www. fidelity. com 800 - 544 - 8888	FRESX	0	1986	0.92	1.7	2 500 (2 500)	0	3.1	√	√	√
先锋房地产投资信托指数基金 www. vanguard. com 800 - 662 - 7447	VGSIX	0	1996	0.26	1.6	3 000 (3 000)	100	13.7	√	√	√

表 A-4 应税货币市场基金精选（2010 年 8 月）

基金名称	基金代码	设立时间（年）	首次起购点（美元）	支票提款最低限额（美元）	2010 年净资产（10 亿美元）	平均期限（天）	近期费率（%）
富达货币市场基金 www. fidelity. com 800 - 343 - 3548	FSLXX	1985	2 500	500	7.3	39	0.33
嘉信价值优势货币市场基金 www. schwab. com 800 - 435 - 4000	SWRXX	1994	2 500	0	1.7	46	0.61

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

基金名称	基金代码	设立时间（年）	首次起购点（美元）	支票提款最低限额（美元）	2010 年净资产（10 亿美元）	平均期限（天）	近期费率（%）
TIAA－CREF 货币市场基金 www. tiaa－cref. com 877－518－9161	TIRXX	1997	5 000	1 000	1. 3.	45	0. 47
先锋优选货币市场基金 www. vanguard. com 800－662－7447	VMMXX	1975	3 000	250	107. 3	52	0. 25

表 A-5 免税货币市场基金精选（2010 年 8 月）

基金名称	基金代码	设立时间（年）	首次起购点（美元）（个人退休金账户）	支票提款最低限额（美元）	2010 年净资产（10 亿美元）	平均期限（天）	近期费率（%）
富达市政货币市场基金 www. fidelity. com 800－343－3548	FTEXX	1980	5 000	500	23. 9	18	0. 47
普信免税货币市场基金 www. troweprice. com 800－255－5132	PTEXX	1981	2 500	250	1. 0	51	0. 49
先锋免税货币市场基金 www. vanguard. com 800－662－7447	VMSXX	1980	3 000	250	18. 8	31	0. 17

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-6 债券基金精选（2010 年 8 月）

基金名称	基金代码	最高手续费（%）	设立时间（年）	首次起购点（美元）（个人退休金账户）	后续起购点（美元）（个人退休金账户）	近期费率（%）	净资产（10 亿美元）	从薪金中扣减	基欧计划	个人退休金计划
道奇—考克斯收入基金 www. dodgeandcox. com 800－621－3979	DODOX	0	1989	2 500 （1 000）	100	0. 43	22. 4	√	√	√
德雷福斯债券市场基金—基础 www. dreyfus. com 800－373－9387	DBIRX	0	1993	10 000 （5 000）	1 000	0. 41	2. 1	√	√	√
富达国际基金 www. fidelity. com 800－343－3548	FTHRX	0	1975	2 500 （2 500）	0	0. 45	4. 7	√	√	√
PIMCO 整体收益基金 www. pimco－funds. com 866－746－2602	PTTAX	3. 75	1997	1 000 （0）	50	0. 90	239. 30	√	√	√
USAA 收入基金 www. usaa. com 800－531－8181	USAIX	0	1974	3 000 （250）	50	0. 65	2. 6	√	√	√
先锋长期债券指数基金 www. vanguard. com 800－662－7447	VBLTX	0	1994	3 000 （3 000）	100	0. 22	3. 5	√	√	√
先锋整体债市指数基金 www. vanguard. com 800－662－7447	VBMFX	0	1986	3 000 （3 000）	100	0. 22	89. 2	√	√	√

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一部与时俱进的投资经典

2012年全新推出第10版中文版，新增新兴市场投资机会等内容

50年来，有关投资的真正佳作不超过五六本，《漫步华尔街》当之无愧可跻身于这些经典之中。

——《福布斯》

我的同事退休和我的儿子成年时，我必会送一本马尔基尔的《漫步华尔街》给他们。在我看来，介于他们这两个年龄段的所有人都应该看看这本书。

——保罗·萨缪尔森

《漫步华尔街》是论述证券市场的经典名著，自1973年初版以来，已帮助成千上万的投资者踏上了投资理财的康庄大道。即便你读过初版或之后的其他版本，最新版提供的内容也会让你获益匪浅。该书条分缕析、深入浅出地阐释了投资的理论和实务。

——《芝加哥论坛报》

几乎每一份投资必读书目，均列有马尔基尔的大作《漫步华尔街》。

——《书单》

A Random Walk Down Wall Street

如果你在新年时下的决心中有一条是改善个人的经济状况，在此给你提供一个建议：不要去看洪水般涌入书店的无数新书，重新阅读一部经典著作吧，这就是《漫步华尔街》。

——《纽约时报》

《漫步华尔街》介绍的投资知识切实有用，其中有大量基于常识作出的投资建议。

——《华尔街日报》

《漫步华尔街》是一部行文饶有趣味、说理令人信服的鸿篇巨制。

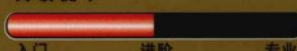
——《货币》



客服热线：
(010) 68995261, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com
华章网站 http://www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com

收藏性：★★★★★
实战性：★★★★☆
专业性：★★★☆☆

阅读提示





定价：56.00元